



另一视角看宏观：国改意味着什么

摘要

国企改革无论是对企业微观机制的变革和效率的提升、宏观经济增长、经济结构转型，还是金融市场的长期增值，都有着至关重要的作用。

新一轮的国改政策更加精细化，目的更加明确，眼光更加开放务实，不仅打破了国改只能由国家控股的固有政策和观念，而且对于自然垄断行业，也明确提出要实行网运分开、放开竞争性业务，促进资源配置的市场化，与此同时也表现出了开拓性的市场战略眼光。可见，新一轮国改不仅仅是要解决国企存在的问题，还旨在进一步发挥和扩大国家资本的控制力和影响力，这也是一带一路拓展海外投资的需要。

从更广的视角来看，对国改的认知不应只包括国企自身的兼并重组和混改，而应把供给侧改革、去产能、混改和PPP看成一个完整体系，通过供给侧改革和去产能形成了大量产能的出清，减轻了国家的负担、降低了金融系统的风险；通过推动PPP模式，利用土地、税收和金融等政策优惠，适当进行财政补贴，可以使一些由原来由地方国企和融资平台承担的项目让民营企业去做，这一方面有利于增加民间投资，使民营企业获取更多的收益，另一方面也有利于优化国有资本布局。可以预见的是，在未来2-3年时间里，我国国有企业改革将会产生更多的质的变化，从而对经济增长产生长远的积极影响。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

另一视角看宏观：国改意味着什么

近期，中国神华与国电集团联合重组、联通集团混改、中国建材与中材股份合并相继落地，国企改革已步入新的历史时期。回顾1978年以来国有企业的历次改革，从80年代的利改税到承包制改革，90年代的大规模兼并重组和部分私有化，再到21世纪的股份制改革继而在海内外上市融资，伴随着经济体制的变革，国企改革一直对经济增长起到至关重要的作用。81-84年、90-93年、2001-2007年，是我国经济增长快速爬坡的时期，国企改革也在其中扮演着重要角色。

从宏观经济和企业发展史的视角来看，每次经济增长陷入低迷的时期，同样也是企业利润下滑甚至陷入亏损，从而穷极思变、寻找新的发展机遇的时候。从微观主体的角度来看，经济下行使企业大量发生亏损、倒闭，被合并成为弱者的一种选择，而对强者来说，企业经营尚属稳健，而投资回报率的下降又降低了并购其他企业的机会成本，同时能获得或是市场、或是人才技术、或是土地等资源，从而实现成本的降低和效益的提高。所以我们看到随着2010年以来经济增速不断下滑，到2014年的时候，企业并购重组开始呈现井喷式的增长，在这种情况下，推动国有企业的改革是大势所趋。

一、为什么要进行国改及国改的潜在红利

实现国有资本的保值增值需要国企不断谋求自身变革。从国企本身的角度来讲，尽管经历了多轮改革，但仍存在一系列问题。第一，由于国有企业往往容易获取更多的政策优惠和金融资源，同时还有预算软约束的特征，使得国企成为09年大规模财政刺激下产能过剩的重灾区。而国企负担的大量就业又导致其无法简单破产了事，这给我国金融系统造成了极大风险。除了产能过剩行业之外，其他行业的国企也存在效率低下的问题。截至2017年7月，国有企业、股份制企业和私营企业亏损率分别为30.83%，12.85%和10.51%，前者亏损率是后两者的接近3倍，资产负债率相对较高，盈利能力也相对较低；第二，垄断行业一些国企的低效率特征与其所占有大量国家资源的情况很不匹配，这导致经济增长缺乏活力和效率，如果垄断行业能够向民营企业开放非核心产业，那么就on能够促进投资和效率的提升；第三，大型央企经过多年改革之后已取得很大的进步，但对于大多数地方国企来说，政企不分的情况仍然普遍。

图1、境内并购整体统计

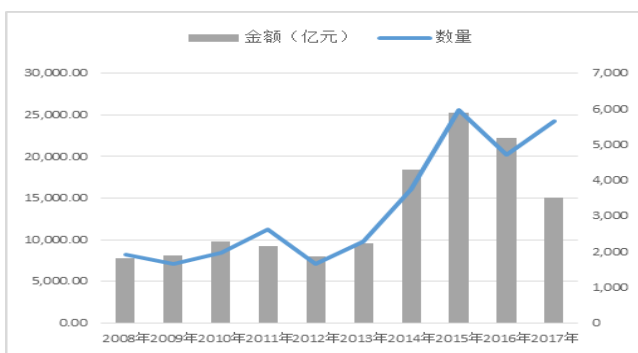


图2、分类工业企业亏损率与资产负债率对比

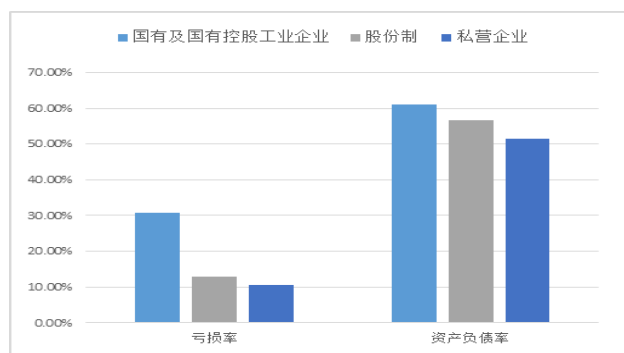


图 3、分类工业企业总资产对比

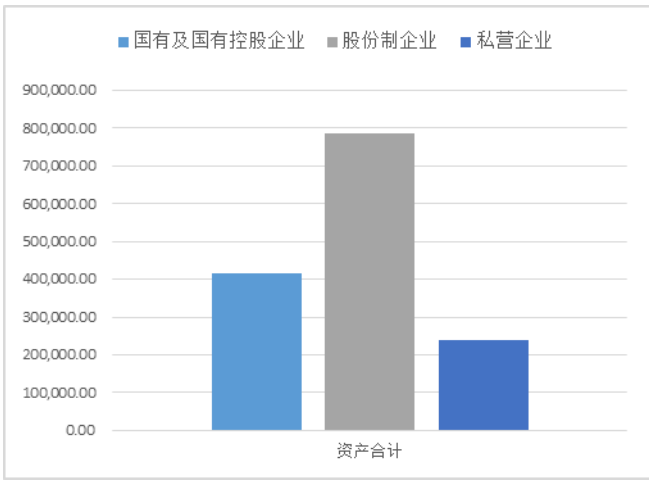
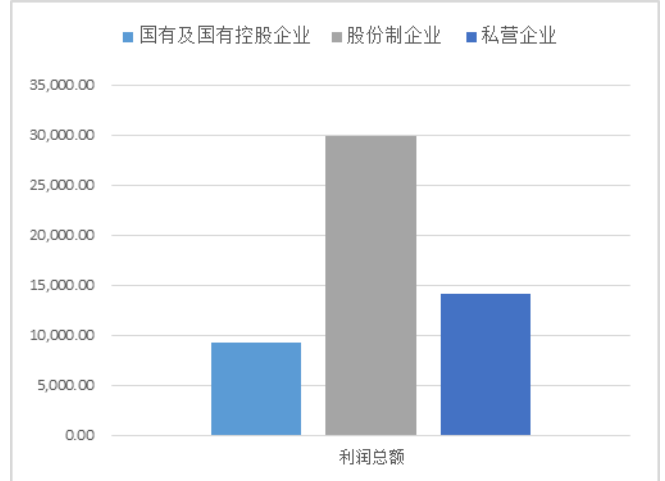


图 4、分类工业企业利润对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

更好发挥宏观调控的作用需要国企改革。从市场经济条件下的宏观经济调控来讲，国企易于获取金融资源、预算软约束和部分国企积重难返的情况也在一定程度上导致政策调控的边际效应大幅下降。比如 2015-2016 年，贷款余额的较快增长与投资增速的持续下滑形成鲜明对比、长达两年超低利率环境（相对于我国利率历史）和债券发行量的井喷，这一系列金融政策对于拉动经济增长的效应都非常有限，其原因就在于大量金融资源都掉进了亏损国企的黑洞里，变成其债滚债的工具。

实现经济结构转型呼唤国企改革。从经济结构转型的角度来看，从 2010 年开始，我国第二产业和第三产业对经济增长的贡献开始出现此消彼长的趋势，到 2016 年的时候已经有了一个质的变化，表现为第三产业对经济的贡献超过第二产业达到 58.4%，而第二产业下降到 37.2%；从三大产业产值的占比来看也是如此，2016 年第三产业产值占 GDP 比重开始超过第二产业，某些季度开始超过 50%，这说明我国经济结构在逐渐发生可喜的变化。而从国有企业资产的行业分布来看，排除机关社团相关资产之后，工业企业资产占比为 32%，除农业和工业之外的企业资产占比达到 67%，远超过 GDP 产值中第三产业所占的比重。这表面上看起来似乎挺好，但从经济结构转型的角度来看，应该是第三产业的存量资产相对较低，而增长相对较快，而不应该是存量资产占比很高的情况。究其原因，更有可能是交通运输、邮电通信等公共服务行业大部分属于垄断行业，以国有企业为主，因此国企资产规模较大，但国企又存在效率相对较低的特点，这可能在某种程度上不利于我国经济结构的转型。

图 5、贷款余额与固资增速对比

图 6、三大产业 GDP 贡献率走势

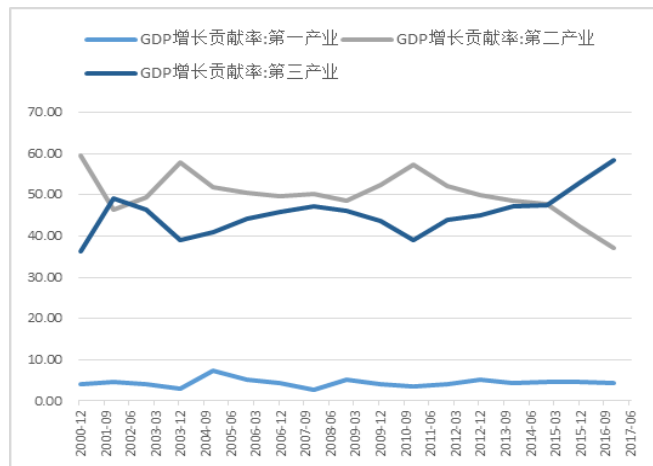
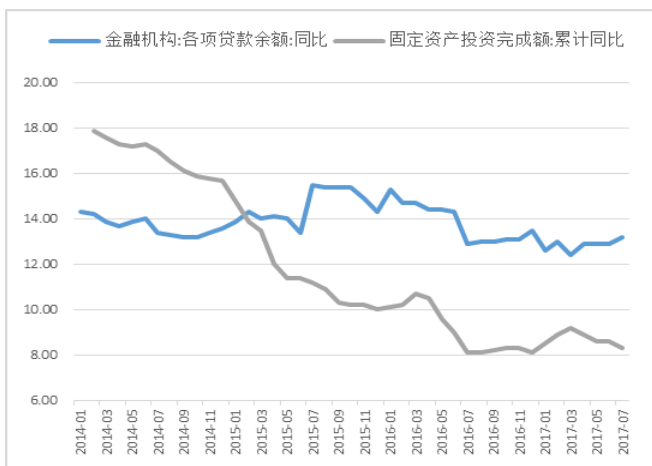
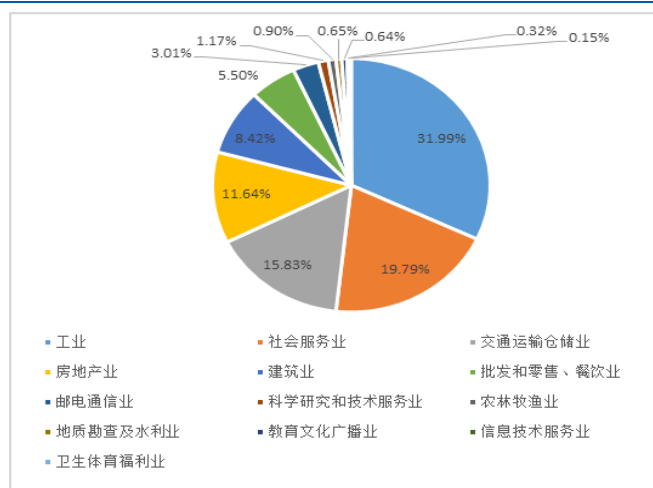
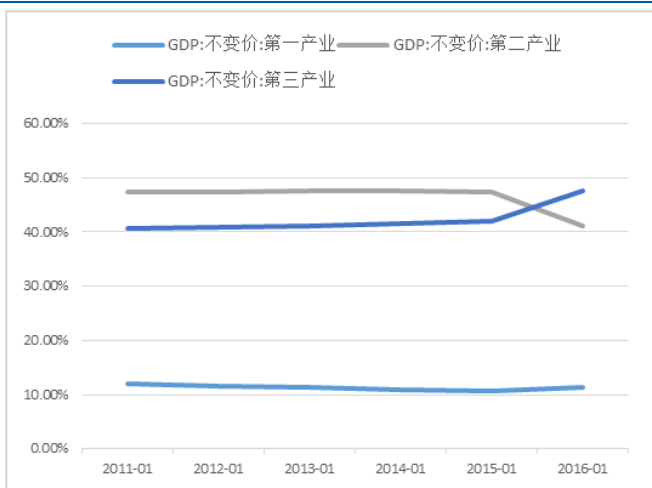


图7、三大产业产值占比走势

图8、国企资产的行业分布情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

金融市场的长远健康发展离不开国企改革。从银行的角度来看,解决国企杠杆率过高的问题对降低我国金融风险是不言而喻的。而从股市的角度来说,目前股市既是企业融资的工具之一,同时也是普通居民实现财富增值的主要渠道,但是从我国股市的结构来看,国有企业一共是1160家,非国企2194家,接近国企的两倍,但国企的总资产是197万亿,非国企只有15万亿,连国企的十分之一都不到;从盈利能力和风险情况来看,国企的平均净资产收益率和资产负债率分别是3.23和50.79%,非国企分别是4.15和36.28%,国企盈利能力低于非国企,而资产负债率远高于后者;从市值来看,国企总市值是37万亿,非国企是24万亿,国企的资产和市值不匹配,这是投资者用资本投票的结果。所以从很大程度上讲,A股市场国企资产规模占比过高,杠杆和风险较大,同时盈利能力相对较低,是股市长期低迷的一个重要原因。所以国企改革无论是对企业微观机制的变革和效率的提升、宏观经济增长、经济结构转型,还是金融市场的长期增值,都有着至关重要的作用。

二、2013年以来新一轮国改政策的创新之处

从具体的政策层面来看，十八届三中全会之后，围绕国有企业的改革文件开始逐渐出台。与以往主要关注国企现代企业制度改革的情况不同，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》首次提出要“准确界定不同国有企业功能”，之后2015年8月份《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中对国有企业进行了详细划分，把国企分为商业和公益两大类，其中商业类包括“主业处于充分竞争行业和领域的国有企业”和“主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的国有企业”。

通过对国有企业进行分类之后，《指导意见》也提出相应的改革方案，首先是“主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业，原则上都要实行公司制股份制改革，积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化，国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股，并着力推进整体上市”，这就打破了国有企业改革只能由国家控股的固有政策和观念；第二，“对自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，促进公共资源配置市场化”；第三，“对需要实行国有全资的企业，也要积极引入其他国有资本实行股权多元化”；第四，“对特殊业务和竞争性业务实行业务板块有效分离，独立运作、独立核算”；第五，公益类企业可以采取国有独资形式，具备条件的也可以推行投资主体多元化，还可以通过购买服务、特许经营、委托代理等方式，鼓励非国有企业参与经营。所以可以看到，新一轮的国改政策更加精细化，目的更加明确，眼光更加开放务实，不仅打破了国改只能由国家控股的固有政策和观念，而且对于自然垄断行业，也明确提出要实行网运分开、放开竞争性业务，促进资源配置的市场化。

此外，与以往只谈如何使国有资产保值增值的防守姿态不同，新的国改政策表现出了开拓性的市场战略眼光。《若干重大问题决定》中就提到“支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司……服务于国家战略目标，更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域”；《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》中进一步提出“鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业。在公共服务、高新技术、生态环境保护和战略性新兴产业等重点领域，以市场选择为前提，以资本为纽带，充分发挥国有资本投资、运营公司的资本运作平台作用，对发展潜力大、成长性强的非国有企业进行股权投资”；《深化国改指导意见》还提到“支持国有企业开展国际化经营，鼓励国有企业之间以及与其他所有制企业以资本为纽带，强强联合、优势互补，加快培育一批具有世界一流水平的跨国公司”。可见，新一轮国改不仅仅是要解决国企存在的问题，还旨在进一步发挥和扩大国家资本的控制力和影响力，这也是一带一路拓展海外投资的需要

三、国改的具体实践

从更广的视角来看，对国改的认知不应只包括国企自身的兼并重组和混改，而应把供给侧改革、去产能、混改和PPP看成一个完整体系，通过供给侧改革和去产能形成了大量产能的出清，减轻了国家的负担、降低了金融系统的风险；通过推动PPP模式，利用土地、税收和金融等政策优惠，适当进行财政补贴，可以使一些由原来由地方国企和融资平台承担的项目让民营企业去做，这一方面有利

于增加民间投资，使民营企业获取更多的收益，另一方面也有利于优化国有资本布局。

国企重组和混改的具体实践方面，第一是依据企业发展的一般经济规律，“因地施策、因业施策、因企施策，宜独则独、宜控则控、宜参则参，不搞拉郎配，不搞全覆盖”；第二也是围绕着国企分类改革和优化国有资本布局的指导思想来进行。具体实践可以分为以下四大类：

（一）依据企业发展一般规律的国改。已经重组完成的包括南车和北车的横向联合、中电投和国家核电围绕产业链优势互补的纵向整合、中国神华和国电集团的整合等；

（二）充分竞争行业和领域的国改，包括产能过剩领域的兼并重组。已经重组完成的包括宝武钢铁、中国远洋海运、中国建材和中材股份等，中国重工资产重组正在进行中；

（三）垄断行业的国改。已经完成混改的案例主要是中国联通引入780亿战略投资，其中腾讯110亿、百度70亿、阿里43.3亿、京东50亿，股份占比方面，联通集团相对控股36.7%，战略投资者持股35.2%，员工股权2.7%，公众股东25.4%。虽然国家资本仍是控股地位，但和战略投资者的持股比例如此接近，说明垄断行业国改已经迈出了相当大的步伐，很大程度上改变了市场对国改的旧有认知；

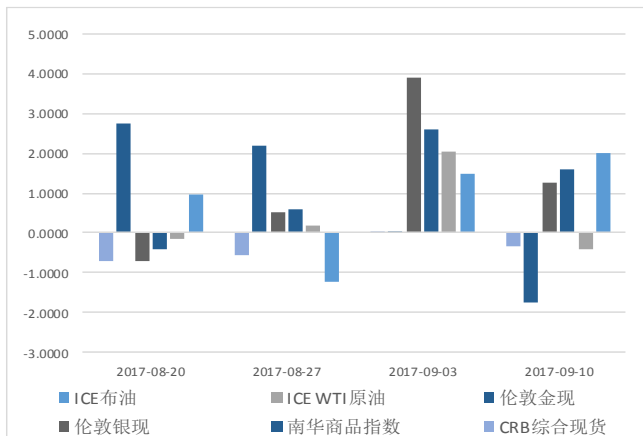
（四）国有企业改组为国有资本投资公司。由中国国新、诚通集团、中煤集团、神华集团出资组建的国源煤炭资产管理有限公司已成立运行。

在今年年初的两会答记者问上，国资委肖主任表示对于央企的兼并重组提质增效是今年非常重要的改革任务，要聚焦重点领域搞重组，加快推进煤电行业、重型制造装备行业、钢铁行业等领域的重组整合，推动解决产能过剩的问题，同时还要剥离办社会职能，解决国企历史遗留问题；年底中央企业将全部完成公司制改革；同时，在混合所有制改革上要进一步推动，数量上要扩大，层级上要提升，更要有深度的进一步拓展。此外，包括上海、广东、天津、重庆、山西等地的地方国企已经全面铺开。中央此前的《深化国改指导意见》中就提出“到2020年在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果”，可以预见的是，在未来2-3年时间里，我国国有企业改革将会产生更多的质的变化，从而对经济增长产生长远的积极影响。

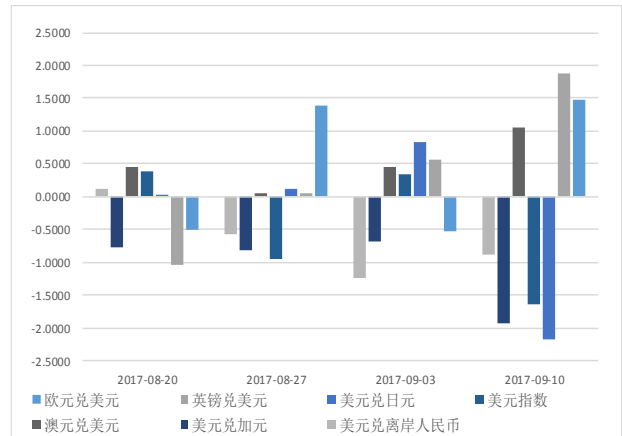
【本周全球大类资产表现】

2017年9月10日

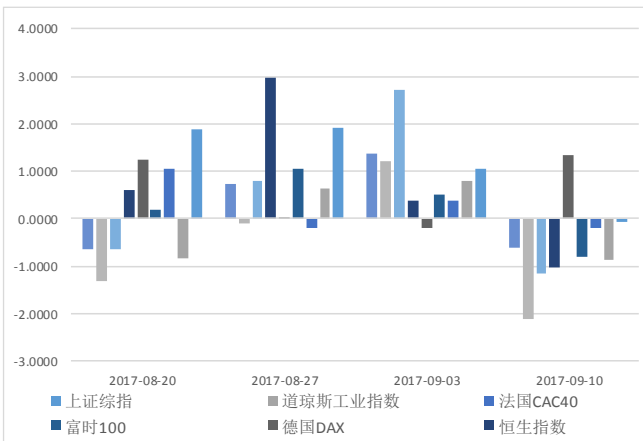
主要大宗商品涨跌幅



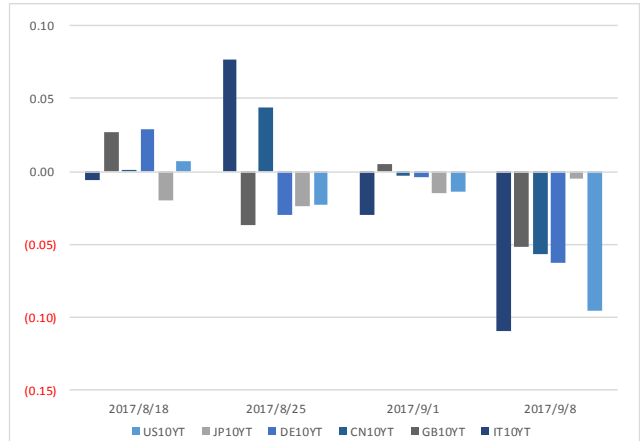
全球主要货币对涨跌幅



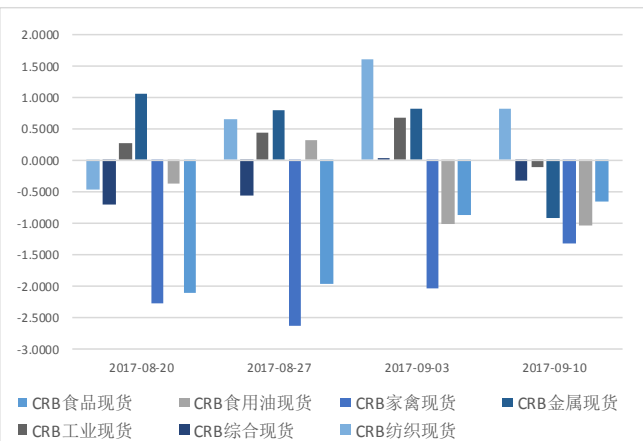
全球股指涨跌幅



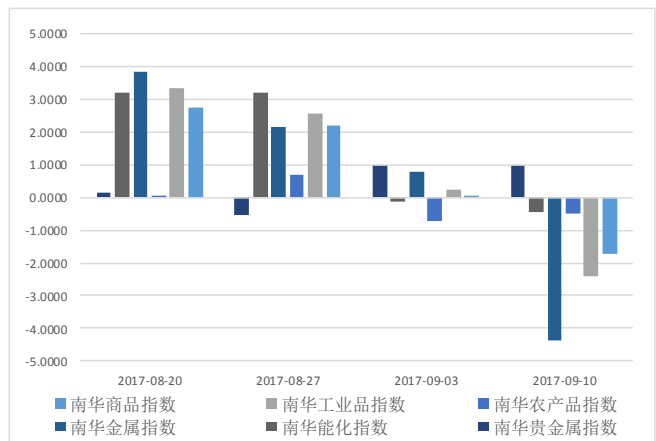
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧大安大厦A座802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301、302、312、313室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net