



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 中美贸易摩擦持续 国企改革 促效率公平

—宏观经济周报

2019年6月3日

宏观经济

动态周报

## 核心观点:

### 基于公司价值视角下的国企混改战略思考

- ◆ 从 DCF 模型的分子端看：战略投资人对于国企的运营效率和成本收益会形成倒逼效应，国企混改有利于提升企业经营活力，提升企业的息税前利润。
- ◆ 管理层股权激励有利于管理效率提升，公司运营管理费用率合理改善，企业资本性支出减少，管理层股权激励提升国有企业人力资本的积极性，使企业经营性应收项目增加额提升，流动资产提升，增加公司自由现金流，进而提升公司内在价值。
- ◆ 从 DCF 模型的分母端加权平均成本角度来看：国有企业混改和实行管理层股权激励后，国企权益方基于对于混改国企的基本面、品牌和商誉价值的外溢效应长期看好，国企的股东权益方或降低对最低年度收益率的要求，使得股本成本降低，进而提升公司价值。

### 国企实现效率与公平原则是其历史使命

- ◆ 国有企业的混合所有制改革通过引入外部社会资本倒逼国有企业加快体制改革，民营资本对于成本效益等极为敏感，因此国有企业股权的多元化有利于催化国有企业的市场化转型。
- ◆ 在部分非重大国计民生领域，国有企业引入外资和民营企业有利于通过多方博弈，构建更为公平和效率的运转体系。。

**风险提示：**国企改革涉及因素复杂 落地进度或不及预期

## 一周要闻:

- ◆ 美国纽约联储表示，美联储将通过二级市场把机构债券和住房抵押贷款支持证券（MBS）的本金再投资国债，此行动将从 2019 年 10 月份开始。
- ◆ 央行行长易纲：目前存贷款基准利率处于适度水平，在进一步推动利率市场化改革的过程中，央行存款基准利率将继续发挥重要作用；贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路。

## 谭松

分析师

执业证书编号：S1480510120016

010-66554042

tansong@dxzq.net.cn

## 汤黎明

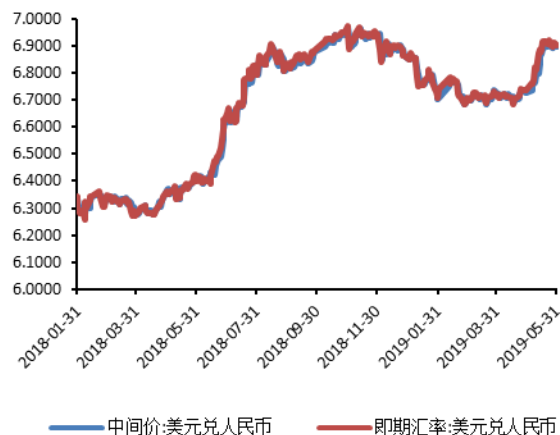
宏观经济分析师

执业证书编号：S1480519010003

010-66554033

tang\_lm@dxzq.net.cn

## 本周美元兑人民币中间价上涨（美元/人民币）



数据来源：WIND；东兴证券研究所

## 相关研究报告

- 1.宏观专题报告：股权多元叠加市场激励 国企效率公平愿景可期  
2019年5月
- 2.宏观事件点评：国企改革落地提速 市场化激励模式可期  
2019年3月

## 目录

1. 核心观点 .....	4
1.1 国企混改背景与试点概括 .....	4
1.2 基于公司价值视角下的国企混改战略思考 .....	4
1.3 国企实现效率与公平原则是其历史使命 .....	4
2. 宏观政策与经济数据 .....	5
2.1 国内外宏观经济与政策：加强金融服务实体，大力支持新型产业建设 .....	5
2.2 关键数据：美国公布一季度 GDP 终值，通胀走弱且需求拉动有限 .....	5
3. 宏观全景数据概览 .....	7
3.1 流动性：本周利率下跌；票据贴现利率上涨；美元兑人民币中间价上涨 .....	7
3.2 煤炭：本周秦皇岛港煤库存上涨 .....	8
3.3 有色金属：本周有色金属价格分化 .....	9
3.4 本周原油、天然气期货价格下降；CCBFI 综合指数下降 .....	9
3.5 化工：本周乙烯价格下跌，石脑油价格上升；沥青期货价格下降 .....	10
3.6 钢铁：本周螺纹钢、热轧卷、铁矿石价格下跌 .....	12
3.7 建材：本周水泥价格不变 .....	12
3.8 房地产业：本周上海、广州商品房成交面积上升 .....	13
3.9 交通运输行业：本周 CCBFI 综合指数下跌 .....	13
3.10 食品价格：本周猪肉、仔猪、生猪、豆粕、玉米价格上涨 .....	14
3.11 本周电影票房收入 .....	15

## 表格目录

表 1: 政策动向整理 (2019.05.27-2019.06.02) .....	5
表 2: 经济数据整理 (2019.05.27-2019.06.02) .....	5
表 3: 海外经济数据整理 (2019.05.27-2019.06.02) .....	6

## 插图目录

图 1: 本周 SHIBOR 隔夜利率、SHIBOR1 周利率、SHIBOR2 周利率下跌 .....	7
图 2: 本周 3 个月收益率上涨，1 年期国债、10 年期国债收益率下跌 (%) .....	7
图 3: 本周票据贴现利率上涨 (‰) .....	7
图 4: 本周美元兑人民币中间价上涨 (美元/人民币) .....	7
图 6: 秦皇岛港煤库存上涨 .....	8
图 7: 本周铝价、黄金、现货铜 (美元/吨) .....	9
图 8: 本周碳酸锂现货结算价格 (元/公斤) .....	9
图 9: 本周原油、天然气期货价格下降 (美元/桶) .....	9
图 10: 本周 CCBFI 综合指数下降 .....	9

图 11: 本周乙烯价格下跌, 石脑油价格上升(左轴:美元/吨; 右轴:美元/桶) .....	10
图 12: 本周沥青期货价格下降 (元/吨) .....	10
图 15: 本周轻质纯碱价格下跌, 烧碱价格下跌 (元/吨) .....	10
图 16: 本周粘胶短纤、涤纶短纤、PTA 价格下跌 (元/吨) .....	10
图 17: 本周 MDI 不变, 甲苯二异氰酸酯(TDI)价格下跌 (美元/吨).....	11
图 18: 本周尿素价格上涨 (元/吨) .....	11
图 20: 线材、冷轧库存下降、热卷板库存上升 (万吨) .....	12
图 21: 本周水泥价格不变 (元/吨) .....	12
图 22: 本周中国玻璃价格指数、玻璃综合指数、玻璃市场信心指数下降 (%) .....	12
图 23: 本周主要城市商品房成交面积 (万平方米) .....	13
图 24: 本周上海、广州商品房成交面积上升, 北京商品房成交面积下降 (平方米) .....	13
图 25: 本周波罗的海干散货指数、好望角型运费指数上涨.....	13
图 26: CCBFI 综合指数下跌.....	13
图 27: 中国 CCFI 综合指数下降.....	14
图 28: 本周巴西图巴朗-青岛铁矿石运费下跌、印度-青岛/日照铁矿石、西澳-青岛铁矿石运费上涨 (美元/吨) .....	14
图 29: 蔬菜价格指数(%) .....	14
图 30: 22 个省市猪肉、仔猪、生猪价格上涨 (元/千克) .....	14
图 31: 本周 CRB 现货指数.....	15
图 32: 豆粕, 玉米价格上升, 猪粮价格下降 (元/千克) .....	15
图 33: 本周电影票房收入 (万美元) .....	15

## 1. 核心观点

### 1.1 国企混改背景与试点概括

第一批国企混改试点突破了国企改革的体制障碍，为后续的国企混改形成了“示范效应”，国企改革涉及到诸多群体的利益，因此国企改革落地难及预期，但即使是小小的突围改革，也为国企将来的全面深化改革奠定了基础。第二批国企混改也仍然以引进外部投资者为主，引进外部投资者有利于倒逼国有企业进行改革，外部投资者的引入有利于构建多方博弈格局，进而重塑国有企业管理层的股东生态。第二批国企混改试点落地成效显著：中金珠宝的混改稀释了中国黄金集团公司持股比例，引进了金融系的战略投资方和产业投资方，管理层及核心骨干员工也参与持股，股权结构得到了有效的优化，多方参股能有效地发挥各方合力，有利于提升中金珠宝的运营效率和利益分配公平。湖南航天引入民营资本的进入有利于公司治理模式进一步向市场化看齐，通过市场机制来激活湖南航天的技术资本和人力资本。中粮集团具有极高的品牌和信誉溢价，拥有庞大的产业资源和客户群体，因此中粮资本也能吸引雄厚实力的战略投资者合作，进而形成强强联合的资源整合效应。

### 1.2 基于公司价值视角下的国企混改战略思考

从 DCF 模型的分子端公司自由现金流层面来看：国企混改通过引入战略投资人实行股权多元化，战略投资人对于国企的运营效率和成本收益会形成倒逼效应，因此国企混改有利于提升企业经营活力，提升企业的息税前利润。针对管理层股权激励有利于发挥公司管理层的人力资本积极性，留住核心的骨干人才。管理层股权激励有利于管理效率提升，公司运营管理费用率合理改善，企业经营现金流支出减少，企业资本性支出减少，管理层股权激励会有效提升国有企业人力资本的积极性，进而使得企业经营性应收项目增加额提升，流动资产提升，以上因素均会提升企业的公司自由现金流，进而提升公司内在价值。从 DCF 模型的分母端加权平均成本角度来看：国有企业混改后，有利于提升国有企业的品牌和知名度，社会信誉度提升后，有利于国有企业获取较为优质的债务资金，促使国有企业的债务成本下降。国有企业混改和实行管理层股权激励后，国企权益方基于对于混改国企的基本面、品牌和商誉价值的外溢效应长期看好，国企的股东权益方或降低对最低年度收益率的要求，使得股本成本降低，以上因素叠加将使得国有企业的加权平均成本降低，进而提升公司价值。

### 1.3 国企实现效率与公平原则是其历史使命

当前不少国有企业均有国资背景，有些国有企业的最高层股东为国资委、财政部等，因此国有企业的股本相当一部分来自于国有出资，国有资金的最终来源为纳税人的税收收入，因此国有企业从资金的来源就决定了其公共服务的职能属性。国有企业的混合所有制改革通过引入外部社会资本倒逼国有企业加快体制改革，民营资本对于成本效益等极为敏感，因此国有企业股权的多元化有利于催化国有企业的市场化转型。在部分非重大国计民生领域，国有企业引入外资和民营企业有利于通过多方博弈，构建更为公平和效率的运转体系。

**风险提示：**国企改革涉及因素复杂 落地进度或不及预期

## 2. 宏观政策与经济数据

### 2.1 国内外宏观经济与政策：加强金融服务实体，大力支持新型产业建设

**表 1：政策动向整理（2019.05.27.-2019.06.02）**

日期	来源	主要内容
2019-6-1	证监会	系统反洗钱工作联席会议提出，加强与央行的监管合作和信息共享，推动完善反洗钱监管制度体系，加强反洗钱监管。
2019-6-1	商务部	商务部副部长王受文表示，中美经贸摩擦升级对我国外贸和外资会造成一定的负面影响，但总体可控。
2019-5-31	美联储	美国纽约联储表示，美联储将通过二级市场把机构债券和住房抵押贷款支持证券（MBS）的本金再投资国债，此行动将从 2019 年 10 月份开始。
2019-5-31	央行	央行行长易纲在 2019 金融街论坛年会上指出，解决好民营企业和小微企业信贷支持和直接融资问题，是我们现在最重要的任务。下一步人民银行将和相关部门一起积极配合，共同努力，确保实现今年国有大型银行小微企业贷款余额同比增长 30% 以上，小微企业信贷综合的融资成本降低 1% 的目标。
2019-5-31	央行	央行货币政策司长孙国峰：相对慢一点的货币增速可满足经济发展的需要。同时，货币政策也通过更多建立激励相容机制，运用市场化手段调动银行积极性，提升金融服务实体经济的意愿、能力和效率。
2019-5-30	国务院	国务院常务会议：进一步促进社区养老和家政服务业加快发展，鼓励本科和职业院校开设家政服务专业；加大对养老、托幼、家政等社区家庭服务业的税费政策优惠，进一步支持生活服务业发展。
2019-5-29	国务院	支持地方人民政府对有条件的国家级经开区开发建设主体进行资产重组、股权结构调整优化，引入民营资本和外国投资者，开发运营特色产业园等园区，并在准入、投融资、服务便利化等方面给予支持。
2019-5-29	国务院	加快引进先进制造业企业、专业化“小巨人”企业、关键零部件和中间品制造企业，支持企业建设新兴产业发展联盟和产业技术创新战略联盟。
2019-5-29	央行	央行行长易纲：目前存贷款基准利率处于适度水平，在进一步推动利率市场化改革的过程中，央行存款基准利率仍将继续发挥重要作用；贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路。

资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

### 2.2 关键数据：美国公布一季度 GDP 终值，通胀走弱且需求拉动有限

**表 2：经济数据整理（2019.05.27-2019.06.02）**

日期	来源	主要内容
2019-5-27	国家统计局	中国4月M0货币供应同比今值3.5%，预期3.0%，前值3.1%。 中国4月M1货币供应同比今值2.9%，预期4.3%，前值4.6%。 中国4月M2货币供应同比今值8.5%，预期8.5%，前值8.6%。

2019-5-27	国家统计局	中国4月新增人民币贷款(亿人民币)今值10200, 预期12000, 前值16900。 中国4月社会融资规模增量(亿人民币)今值13600, 预期16500, 前值28600。
-----------	-------	---

资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

表 3: 海外经济数据整理 (2019.05.27-2019.06.02)

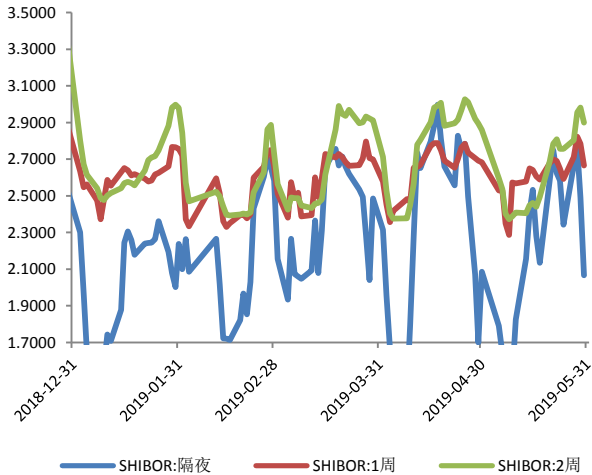
日期	来源	主要内容
2019-5-30	欧元区	欧元区4月M3货币供应同比今值4.7%, 预期4.4%, 前值4.5%。 德国4月零售销售同比今值4%, 预期1.4%, 前值-2.1%。 德国5月失业率今值5%, 预期4.9%, 前值4.9%。 德国6月GfK消费者信心指数今值10.1, 预期10.4, 前值10.4。 德国5月调和CPI同比初值今值1.3%, 预期1.4%, 前值2.1%。 欧元区5月消费者信心指数终值今值-6.5, 预期-6.5, 前值-6.5。
2019-5-31	日本	日本4月失业率今值2.4%, 预期2.4%, 前值2.5%。 日本4月零售销售同比今值0.5%, 预期0.9%, 前值1%。 日本4月工业产出环比初值今值0.6%, 预期0.2%, 前值-0.6%。 日本5月东京CPI同比今值1.1%, 预期1.2%, 前值1.4%。
2019-5-31	英国	英国4月M4货币供应同比今值3%, 前值2.2%。 英国4月央行抵押贷款许可件数(万件)今值6.63, 预期6.37, 前值6.26。 英国4月央行消费信贷(亿英镑)今值9, 预期10, 前值6。 英国5月Nationwide房价指数环比今值-0.2%, 预期0%, 前值0.4%。 英国5月GfK消费者信心指数今值-10, 预期-12, 前值-13。
2019-5-31	美国	美国一季度个人消费支出(PCE)年化季环比修正值今值1.3%, 预期1.2%, 前值1.2%。 美国一季度实际GDP年化季环比修正值今值3.1%, 预期3%, 前值3.2%。 美国4月个人消费支出(PCE)环比预期0.2%, 前值0.9%。 美国4月个人收入环比预期0.3%, 前值0.1%。 美国4月成屋签约销售指数同比今值0.4%, 预期0.1%, 前值-3.2%。 美国4月商品贸易帐(亿美元)今值-721, 预期-724, 前值-714。 美国5月谘商会消费者信心指数今值134.1, 预期130, 前值129.2。 美国5月24日当周EIA原油库存变动(万桶)今值-28.2, 预期-136, 前值474。 美国5月25日当周首次申请失业救济人数(万人)今值21.5, 预期21.4, 前值21.2。 美国5月密歇根大学消费者信心指数终值预期101.5, 前值102.4。

资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

### 3. 宏观全景数据概览

#### 3.1 流动性：本周利率下跌；票据贴现利率上涨；美元兑人民币中间价上涨

图 1：本周 SHIBOR 隔夜利率、SHIBOR1 周利率、SHIBOR2 周利率下跌



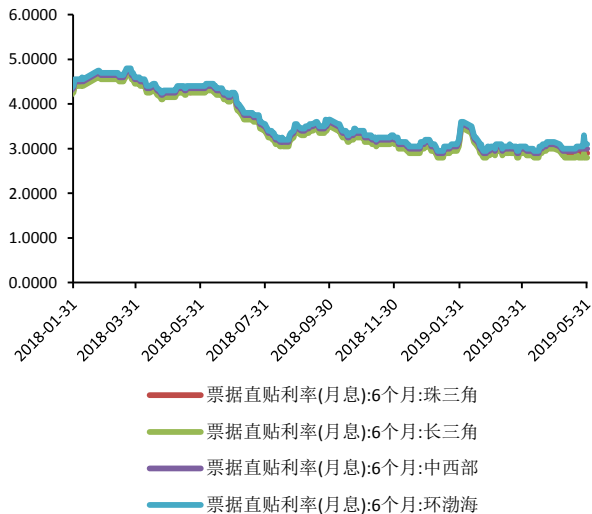
数据来源：WIND；东兴证券研究所

图 2：本周 3 个月收益率上涨，1 年期国债、10 年期国债收益率下跌 (%)



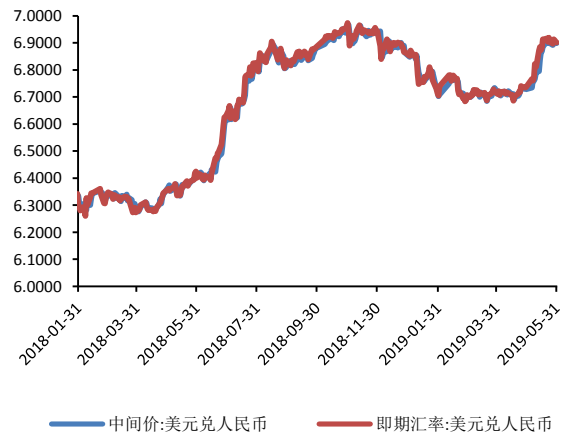
数据来源：WIND；东兴证券研究所

图 3：本周票据贴现利率上涨 (%)



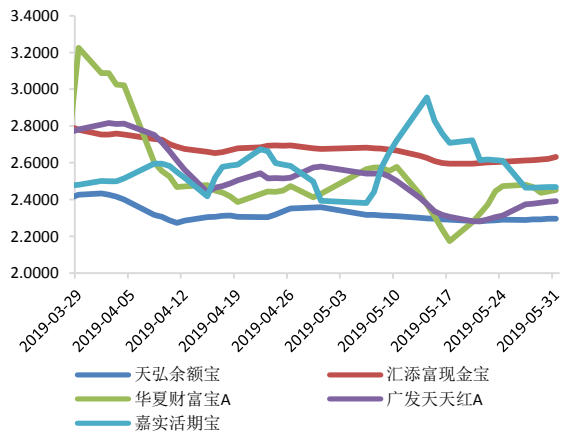
数据来源：WIND；东兴证券研究所

图 4：本周美元兑人民币中间价上涨 (美元/人民币)



数据来源：WIND；东兴证券研究所

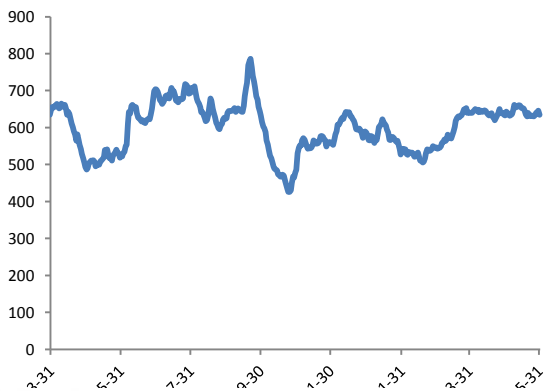
图 5：本周互联网金融汇添富现金宝、嘉实活期宝、广发天天红 A、天弘余额宝、华夏财富宝 A (%)



数据来源：WIND；东兴证券研究所

### 3.2 煤炭：本周秦皇岛港煤库存上涨

图 6：秦皇岛港煤库存上涨



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12204](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12204)

