

2017年8月宏观经济分析报告

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 程丹润

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路1688号兴泰金融广场2206

2017年09月22日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 8月投资、消费、生产继续回落，经济呈现“量缩价涨”的格局，经济与金融数据再次呈现表面上的背离，表面看是“滞胀”的前兆，但实际是投资需求在环保督查和去产能等政策因素影响下的被动收缩。
- ◆ 在一片新周期幻灭的讨伐声中，对经济下行的预期得到普遍共识，纠结的是9月经济会不会出现3月、6月那样的季末冲高，但即使冲高，估计也难改趋势性下滑。预计3季度GDP增速降至6.7%。
- ◆ 由于是平稳下滑，而且上半年增长基础较好，由此期待调控政策转向是不现实的，财政政策空间本就有限，人民币升值预期下的降准操作实属贸然，供给侧约束正在将上游的价格上涨压力向中下游传导，也将成为货币政策放松的掣肘。

2017年8月宏观经济分析报告

8月投资、消费、生产继续回落，经济呈现“量缩价涨”的格局，而8月信贷却依然超季节性上涨，经济与金融之间再次呈现背离状态。在一片新周期幻灭的讨伐声中，对经济下行的预期得到普遍共识，纠结的是9月经济会不会出现3月、6月那样的季节性冲高，即使冲高，估计也难改趋势性下滑。

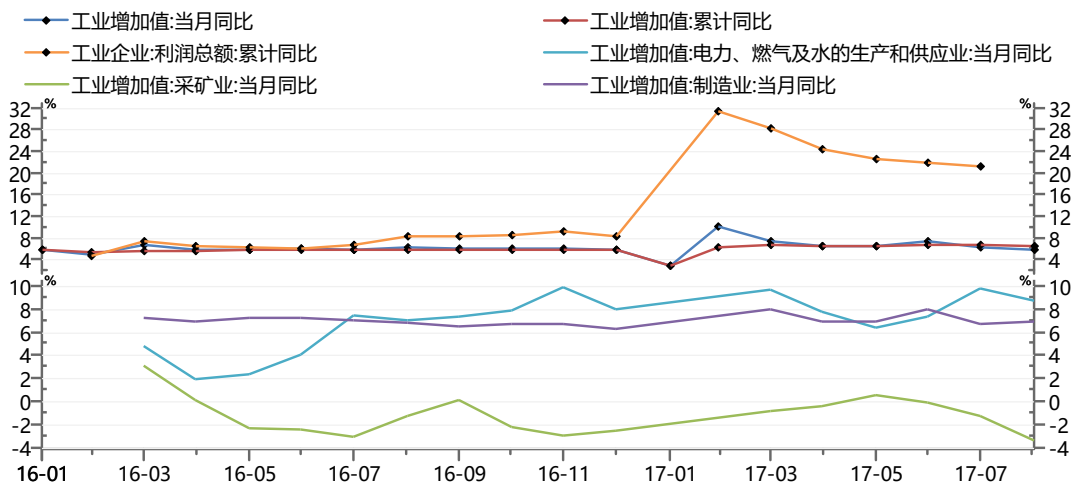
一、8月宏观经济运行分析

1. 工业增速持续放缓，有望保持合理区间

8月规上工业增加值同比增长6.0%，比上月回落0.4个百分点，低于去年同期0.3个百分点，创今年以来的最低增速。1-8月份累计规上工业增加值同比增长6.7%，略低于上半年的6.9%。工业三大类中，采矿业增加值降幅进一步扩大，主要受环保限产影响；制造业较前值回升，这也和制造业PMI表现一致；电力、燃气及水的生产和供应业较前值回落，与8月份发电量增速相一致。

工业生产占据经济的半壁江山，披露频率也高于服务业，经过价格调整后的实际值，成为观察经济增长（GDP统计采取的也是生产法）最重要的宏观数据。**8月生产端继续回落，集中在中上游，主因在于第四批中央环保督察，未来支撑因素包括两方面：一是出口增长对于工业生产的拉动作用依然较强；二是工业企业利润同比仍处高位运行，三是中下游制造业短期内补库动力较强。**

规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



数据来源:Wind资讯

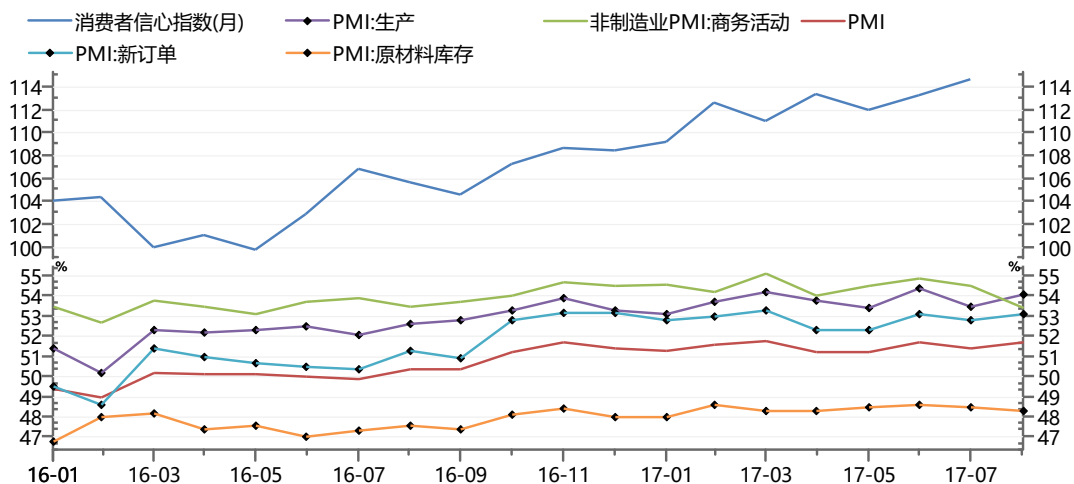
2. 景气指数涨跌互现，印证经济增长放缓

8月统计局制造业采购经理指数PMI上升0.3至51.7%，与工业生产中的制造业增加值回升一致。分项看，生产指数上升0.6个百分点，表明制造业生产增速有所加快。新订单指数上升0.3个百分点，表明制造业市场需求进一步改善。原材料库存指数下降0.2个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续下降，与大宗商品

进口规模大幅回落相印证。非制造业PMI回落1.1至53.4%，创去年6月份以来新低，主要是建筑业生产活动放缓。8月消费信息指数CCI上升0.1，继续保持较高水平。

7月制造业和非制造业PMI指数涨跌互现，加权平均PMI下降约0.5个百分点，表明8月经济增长有所放缓。

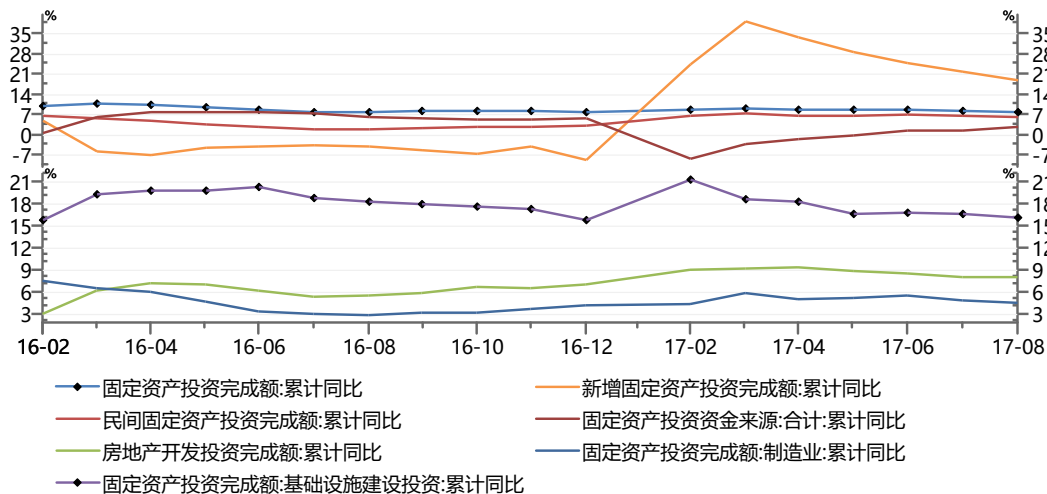
CCI、PMI景气指数



数据来源:Wind资讯

3. 固定资产投资下滑明显，制造、基建投资增速回落

固定资产投资分项累计同比



数据来源:Wind资讯

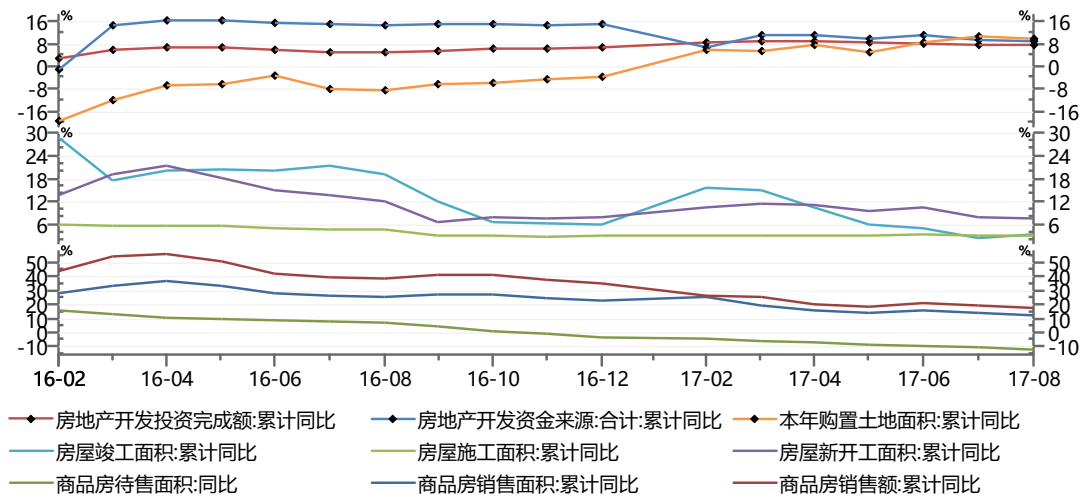
1-8月，固定资产投资累计同比增7.8%，较1-7月下降0.5个百分点，**再创年内新低**。民间投资累计增速下滑0.5个百分点至6.4%，房地产投资增速与前值持平，制造业和基建投资增速分别下滑0.3和0.6个百分点。**制造业投资与民间投资**增速同步回落，上中游原材料价格上行未能有效传导至下游工业品价格，同时资金利率上升给民营经济和中小企业带来的融资成本压力，对于制造业投资增长的阻碍值得注意。**房地产开发投资**与不断下滑的商品房销售增速相比，表现出较强的韧性，虽然楼市调控趋严一定程度上会通过销售传导到投资，但从土地成交、新开工面积等多项领先指标来看，房地产调控措施在供给端的作用曲线相对平缓，年内房地产投资增速不会出现

失速风险。**基础设施建设投资**尽管小幅回落但仍维持相对高位，主要受8月财政支出增速大幅降低的影响，二季度以来决策层强调“化解地方政府债务风险，规范地方政府举债行为”，影响基建资金投入，同时上半年财政支出较快，在财政结余有限、财政收入增长放缓的情况下，基建投资表现预计不如上半年。**投资资金来源方面**，1-8月份资金来源同比增长2.8%，提升1.3个百分点，预算内资金、国内贷款有所改善。

4. 房产销售向开工传导，但房产开发投资仍有韧性

1-8月，土地购置面积同比增长10.1%，回落1个百分点，但土地成交价款增长42.7%，提高1.7个百分点。开工面积（回落0.4）、施工面积（回落0.1）、销售面积（回落1.3）、销售额（回落1.7）、资金来源（回落0.7）均呈现下滑趋势，**销售下滑开始向新开工传导**，但待售面积同比降幅再次扩大1.0个点，连续9个月库存下降，房地产投资并不差，1-8月房地产投资累计同比达到7.9%，与上月持平，明显好于年初对今年房产开发投资的悲观预期。

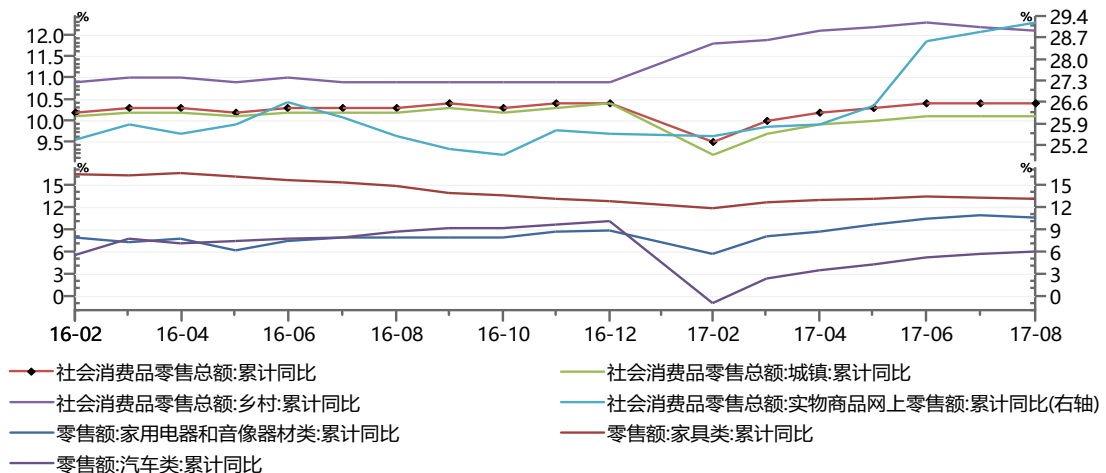
房地产开发投资及销售



数据来源:Wind资讯

5. 社消增速保持稳定，网上、汽车消费亮点突出

社会消费品零售总额及分类累计同比



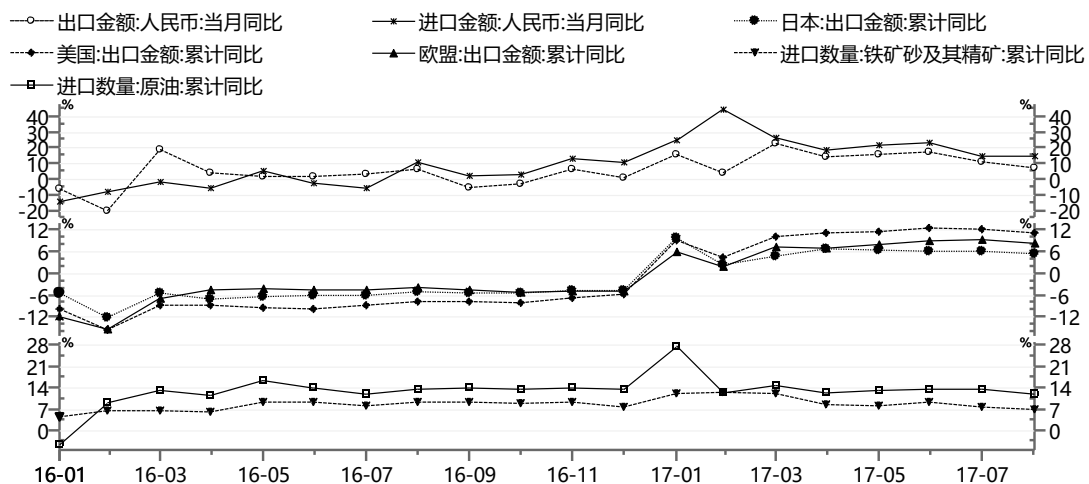
数据来源:Wind资讯

8月社会消费品零售总额增长10.1%，较上月回落0.3个百分点；1-8月份，社会消费品零售总额同比增长10.4%，增速与1-7月持平，是各指标中相对最稳定的一个，起到压舱石的作用。**实物商品网上零售额**累计增速29.2%，环比继续加快，占社会消费品零售总额比重持平达13.8%。**乡村消费**稍有回落，但继续快于城镇。限额以上商品零售中，**汽车消费**累计增速提高0.3至5.9%，**房地产销售**增速放缓，带来地产相关消费增速的下降，家具、家电类消费较前值分别下降0.2、0.3个百分点。总体来看，**虽然经济增速放缓给消费造成一定压力，但乡村消费、网上零售、汽车等大类消费仍保持强势增长，加之“金九银十”传统消费旺季的来临，预计消费继续保持稳定增长。**

6. 进出口增速走低，或与人民币升值有关

8月出口增长6.9%，较上月下滑4.3个百分点，受去年基数及人民币升值影响，且与制造业PMI中新出口订单指数出现最大降幅相一致，对美国、欧盟、日本出口全面下滑。7月进口增长14.4%，较上月下滑0.3个百分点，幅度小于出口，为今年以来最低增速，铁矿石、原油等原材料进口增加进一步放缓。8月主要发达经济体PMI景气度高位上行，外需明显改善，朝鲜问题和飓风等极端天气对海外经济短期冲击影响有限，海外需求上升，然而我国出口增速却逆势下行，有三个层面原因：**一是美元加息不达市场预期，美国贸易政策偏向弱势美元，人民币升值提升出口成本，外贸企业出口承压；二是特朗普政府对华发起301贸易调查，影响国内企业的出口积极性；三是全年高基数效应。**

进出口金额当月同比、主要进出口大类累计同比



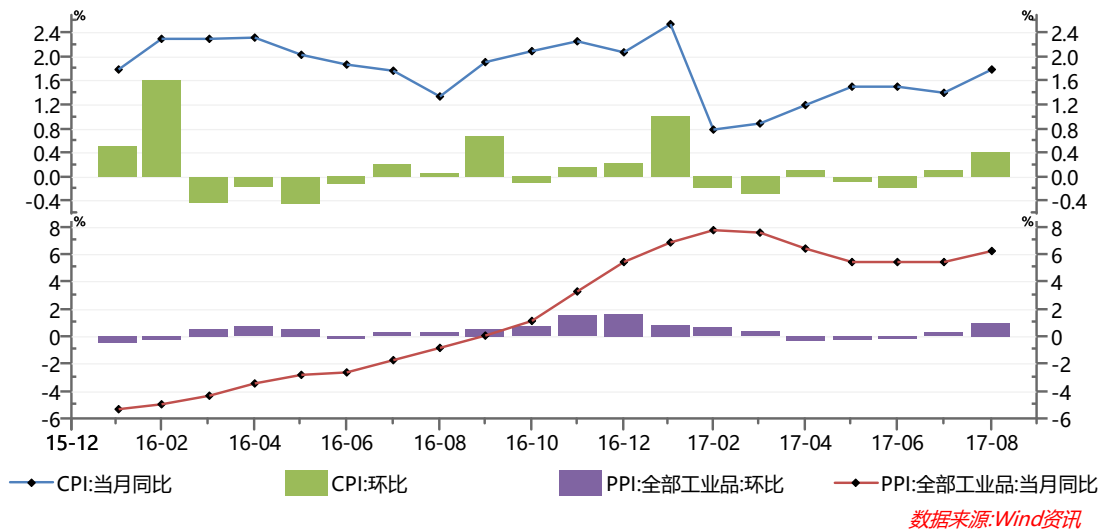
数据来源:Wind资讯

7. CPI超预期上涨，PPI环比由降转升

8月全国居民消费价格指数(CPI)环比上涨0.4%，同比上涨1.8%，较上月提高0.4个百分点，**主要受猪肉价格环比增速由负转正，导致食品价格环比上涨较多，非食品价格尤其是服务类项目价格持续较快上涨，是推动CPI上涨的主要力量。**下半年，数月CPI环比增速将由负转正，物价上涨动能有所增强，但大宗商品价格上涨导致的输入型通胀压力主要体现在PPI上，而在弱需求环境下很难传导到CPI，加之高基数效应增强、翘尾因素减弱，CPI上涨难以大幅提高。8月工业生产者出厂价格指数(PPI)环比上涨0.9%，同比上涨6.3%，较上月提高0.8个百分点，**“三黑一色”产品尤其是**

上游采掘业产品价格的大幅上涨，是PPI反弹的主要原因，下半年PPI仍将在基数效应减弱和周期性力量弱化的双重作用下趋于下行。

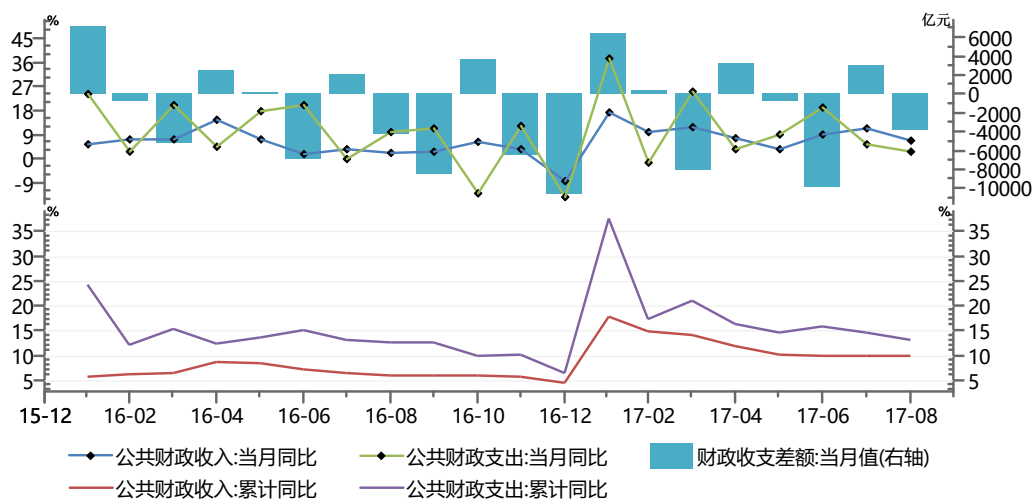
CPI、PPI同比、环比增速



8. 财政收支均回落，积极财政力度减弱

8月全国财政预算收入同比增长7.2%，较去年同期增速加快4.9个百分点，较上月下降3.9个百分点，价格上涨带来的名义收入增长是关键因素。**经济尚有韧性，企业所得税、个人所得税增速较快，受去年同月高基数影响，非税收入同比下降22.5%**。8月全国公共财政支出同比增长2.9%，较上月回落2.8个百分点，低于同期7.6个百分点，主要是前期加快支出进度，部分支出在上半年体现。**四季度经济边际走弱，但去年同期基数较低，预计四季度财政收入增速整体稳中有降。本年度财政支出进度提前，但经历7、8月份财政支出低增，进度提前影响有限，未来月份一般财政支出增速将比上半年略降。政府基金性收入受土地供给加大影响增速较快，有利于稳定基建投资增速。9月为财政支出大月，季末财政支出集中投放将利好资金面。**

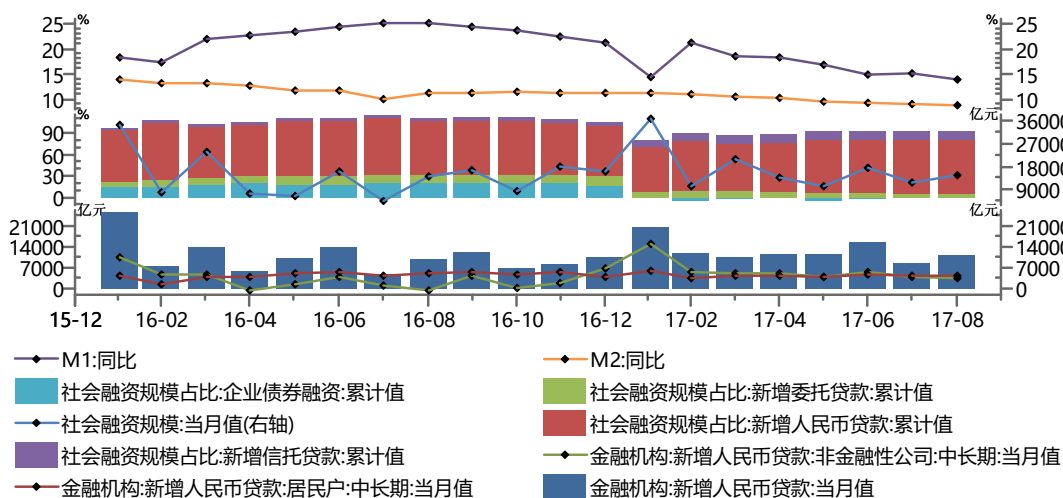
财政收支当月、累计同比及收支差额



9. M2继续回落，社融超预期，信贷转短期

企业和居民存款明显下滑成拖累 M2 继续回落的主因。8月 M2 继续回落 0.3 个百分点至 8.9%，小幅低于预期，并创历史新低。从 M2 存款派生角度来看，财政存款超季节性减少，以及非银存款同比大幅回升，对 M2 形成支撑，而企业和居民存款合计同比则继续下滑，是拖累 M2 回落的主要原因。金融去杠杆压缩金融机构同业和表外业务对 M2 的派生，**M2 将继续维持低增长。**M1 超预期加速回落 1.3 个百分点至 14%，考虑到 2017 年以来 M1 增速与工业企业利润累计同比有较好的同步性，这也意味着工业企业利润下滑速度也将加快。

M1、M2及社会融资规模结构



数据来源:Wind资讯

社融超预期，信贷成高增主因。8月新增社融 1.48 万亿，较去年同期增加 186 亿元。分项来看，新增信贷强于季节性达到 1.15 万亿，依然保持高增，占比继续提高，**表内信贷需求平稳，表外融资和直接融资低迷下。**8月债券收益率震荡走高，债券市场小幅调整，使得企业债券融资环比回落 1777 亿元，但在监管对债券融资的呵护下，**债券融资将继续回暖。**表外融资方面，信托、委托和未贴现承兑汇票合计 1303 亿元，环比上涨 1947 亿元，这主要受未贴现承兑汇票环比回升 2280 亿元拉动，表内外票据融资均止跌回升。

居民短期信贷的高增难以维持。8月新增人民币贷款 1.09 万亿，超市场预期，显示央行对表内信贷的窗口指导仍偏宽松。具体来看，**居民部门中长期贷款**新增 4470 亿元，同比下降 816 亿元，但仍维持较高水平，伴随“金九银十”房地产销售旺季到来，居民按揭贷款仍有支撑。在消费贷支撑下**居民短期贷款**新增 2165 亿元，仅次于季末月份，在限制消费贷等资金违规进入房市政策影响下，居民短期贷款将趋于回落。**企业新增中长期贷款** 3639 亿元，同比大增 3719 亿元，企业融资需求仍较强，考虑到债券融资的持续回暖以及经济的稳步下行，对公贷款有下行压力。

10. 8月宏观大事件

8月1日，发改委：**鼓励有条件有需求的地区探索新设政府出资市场化债转股专项基金**，开展市场化债转股；针对市场化债转股项目投资期限较长、收益较低、不确定性高情况，政府出资部分可以适当让利，提高社会资本积极性。

8月2日，新华社谈金融部门年中会议透出信息：**牢守风险底线、稳步推动改革、紧抱实体经济。**

8月5日，央行支付结算司：**自2018年6月30日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理。**同时，各银行和支付机构应于2017年10月15日前完成接入网联平台和业务迁移相关准备工作。

8月7日，银监会：**拟要求商业银行新设债转股实施机构时出资比例不低于50%，注册资本最低等值100亿元人民币；**银行通过实施机构实施债转股，应当先由银行向实施机构转让债权，再由实施机构将债权转为对象企业股权；银行不得将债权直接转化为股权；商业银行作为出资人承诺5年内不转让所持有的股权，不将所持有的股权进行质押或设立信托。

8月8日，银监会：**关于允许银行股东参与化解不良资产的建议**，由于该类处置模式可能涉及关联交易、道德风险等问题，仍需对其必要性、可行性等方面予以进一步研究；已有18家银行参与不良ABS，面向机构投资者发行的理财产品和资产管理公司均可投资不良ABS产品；300家银行获得不良资产收益权转让试点资格。

8月12日，**央行发布2017年第二季度中国货币政策执行报告**，要求继续实施稳健中性的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系，为供给侧结构性改革营造中性适度的货币金融环境；完善宏观审慎政策框架，推进汇率和利率市场化改革，畅通政策传导渠道和机制；加强金融监管协调，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。

8月14日，**同业存单纳入MPA考核方案和时间表明确**，针对的主要是规模在5000亿元以上的大型银行。目前总资产超过此规模的有35家银行，除五大国有银行外，其他银行均是同业存单发行大户。按照此规定执行后，总资产规模5000亿元以上银行中相当部分银行都难以达标，同业负债面临较大的规模收缩压力。

8月16日，万达、富力等6家房企IPO审核进入反馈阶段，**似乎意味着一度冰冻七年之久的房企内地IPO再度开闸。**资深投行人士认为，这几家房企进入反馈阶段，并不意味着房企IPO政策放松，主要由于房企IPO开闸与国家大的宏观房地产调控的政策方向不一致。

8月20日，**中国联通780亿元混改方案出炉**，拟通过向BATJ在内的战略股东非公开发行不超过约90.37亿股股份，募集资金不超过约617.25亿元，用于优化4G网络、建设5G网络以及实现创新业务规模突破。

8月21日，**中国轻工集团公司、中国工艺（集团）公司整体并入中国保利集团公司**，成为其全资子公司。央企数量已由101家降至99家。

8月21日，**国务院通过融资担保公司监督管理条例**，要求担保责任余额不得超过其净资产的10倍，但对主要为小微企业和农业、农村、农民服务的融资担保公司可提高至15倍，条例自2017年10月1日起施行。

8月23日，国务院常务会议部署**推进央企深化改革降低杠杆工作**，积极稳妥推进市场化债转股工作，要把国企降杠杆作为“去杠杆”的重中之重，推动火电电解铝等行业减量减产、化解产能。鼓励国有资本投资、运营公司及有条件的央企基金采取各种市场化方式参与债转股。

8月24日，银监会发布**《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》**，明确了P2P平台业务活动中应当披露的具体事项、披露时间、披露频次及披露对象等，明确整改的过渡期限，要求已开展业务的网贷机构自指引公布之日起6个月内完成整改。

8月28日，住建部与国土部联合发布**《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》**，该试点方案被部分人士解读为农村集体土地不用经过征地环节直接进入市场，土地成本将大幅降低，对房价将产生重大影响，甚至会出现商品房价格二三折的房子。

8月28日，**中国国电集团和神华集团合并重组为国家能源投资集团**。此外，国电电力、中国神华同时公告称，将成立合资公司，分别注入约374亿和约293亿元火电资产，合资公司组建后，将主要从事火电发电行业，国电电力拥有合资公司控股权。央企数量已由99家降至98家。

8月29日，在岸人民币兑美元北京时间23:30收报6.5889元，8月升值幅度为2.08%，**创2005年人民币汇率机制改革以来最大单月涨幅纪录**。

8月30日，国务院法制办发布《**私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）**》公开征求意见，紧紧围绕防范风险和保护投资者合法权益的目标，以规范基金管理人、基金托管人、基金服务机构的行为为着力点，抓住资金募集、投资运作两个关键环节，作出有针对性的制度安排。

8月31日，央行发布公告自9月1日起，**金融机构不得新发行期限超过1年（不含）的同业存单**，此前已发行的1年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期。央行将同业存单期限明确为不超过1年，有利于适当缩短同业存单业务期限，促使同业存单回归其调剂金融体系内部资金余缺的本质属性，避免金融资源长期在金融体系内流转，加大金融支持实体经济的力度，对同业存单市场影响不大。

宏观小结：8月投资、消费、生产全面下跌，经济呈现“量缩价涨”的格局，印证没有新周期，也排除7月份数据不理想的高温扰动揣测。**一是**采矿业生产创下4年来新低，带动工业生产超预期下滑，与8月份PPI的环比、同比上涨形成的鲜明对照，供给侧约束下的局部短缺。**二是**投资需求上，本月虽然地产投资企稳，制造业、基建累计投资增速下滑，但在销售、资金和土地购置增速回落的态势下，预计地产投资将会继续平稳下滑；基建方面，本月数据虽有下滑，但并无断崖式下降的风险，不足以促使政府重新采取基建稳增长的措施，未来财政支出也有一定的增加空间。**三是**虽然经济增速放缓、房地产调控给消费造成一定压力，但乡村消费、网上零售、汽车等大类消费仍保持强势增长，加之“金九银十”传统消费旺季的来临，预计消费继续保持稳定增长。**四是**外需强劲的情况下，进出口增速走低，或与人民币升值有关，四季度的外需不确定性。**五是**CPI超预期上涨，PPI环比由降转升，主要受猪肉价格环比增速由负转正，“三黑一色”产品尤其是上游采掘业产品价格的大幅上涨，四季度预期掉头向下。**六是**M2再创历史新低，主因基数抬升明显融资表外转表内依然明显，信贷成社融高增主因，信贷依然表现较好，但中长期贷款持续下降。

总结来看，从需求、生产两个维度看，8月经济均继续走弱，而随着地产销量持续走弱、工业库存由补转去、财政支出放缓，以及环保限产来袭，下半年经济下行压力将逐步显现。预计3季度GDP增速降至6.7%，17年GDP增速稳定在6.7%。需要强调的是，由于是平稳下滑，而且上半年增长基础较好，由此期待调控政策转向是不现实的，而类滞胀下，供给侧约束正在将上游的价格上涨压力向中下游传导，也将成为货币政策放松的掣肘。

二、宏观经济热点解析

1. “量缩价涨”经济格局——环保“滞胀”来了吗？

工业品“量价齐升”，对应的是经济复苏，而8月经济数据不及预期，CPI和PPI环比却双双创下2月以来的新高，市场对环保导致工业品“量缩价涨”，经济增长放缓，而价格显著提升引发“滞胀”的担忧再次升温。

与今年一季度去产能引发CPI高涨类似，市场担心供给约束会引发“滞涨”的一个核心逻辑在于，虽然总需求在下滑，但在环保等供给约束下，供给的收缩力度可能会更大，从而导致工业价格居高不下，并向最终消费传导，使得经济在下滑的同时、通胀却在攀升。

回顾2016年以来供给约束和通胀间的关系，去产能是2016年下半年工业价格快速反弹的重要推手，但也离不开同期总需求的回暖。随着总需求在今年一季度冲高后缓慢回落，PPI中枢已不具备大幅上行的可能，定基指数转为高位震荡。7至8月PPI环比的反弹实为供给约束和市场对需求的乐观预期合力所致，这里的根基并不牢靠，一旦乐观预期被证伪，工业价格也随之承压，供给约束并不能独立决定价格走势。**我们并不认同环保引发滞涨进而抑制总需求，相反，供给约束在经济下行期有望制约价格的顺周期性，从而有助于放缓经济的回落幅度。**

严格意义上的滞涨是外生的供给冲击导致通胀预期失控、供给曲线被动持续上移，通胀高企、经济大幅下滑，总需求管理陷入困境。去产能和环保虽为供给约束，但并非外生，**政策面不希望也不会坐视通胀预期的失控，滞涨的可能性非常小。**一方面，如果上游工业品价格涨幅过大，价格调控部门会开始协调、对环保督查的企业设置过渡期和分类处置，使得大宗商品价格逐渐出现拐点；另一方面如果PPI向CPI传导、通胀压力迅速上升，环保限产也可能边际放缓。

2. 金融和经济数据的背离——由表及里方能探究本质

8月社融、贷款数据再度超预期的“强”，与8月的经济数据的“弱”形成鲜明对比，这是继7月之后第二次出现这种背离情况。如何理解？

一者，可能的解释是金融数据是名义指标，在价格上升的过程中，维持同样规模实际增长所需的融资量本身趋于上行。

二是，社融数据不仅反映企业部门，也反映居民部门。8月非金融企业贷款+债券+股票融资与7月大致持平，贷款上升，债券下降，两者基本相抵，反映8月企业的融资需求稳而不强。但8月居民部门贷款上行1019亿，其中主要是短期贷款的增长，金融数据的“强”部分是由居民部门的信贷扩张所导致。

三者，从结构来看，融资期限开始偏向于短端，而真正对实体经济起到支撑作用的中长期贷款却连续两月下降。一方面，居民中长期贷款环比小幅减少，体现商品房销售向下；另一方面，企业中长期贷款环比下降较多，企业投资意愿降低，减少对中长期贷款融资需求，转向期限较短的短期融资和票据融资，与企业投资意愿降低相印证的是，M1同比下降1.3个百分点。

因此，经济数据是事实，而金融数据则是假象，本质上经济与金融表现是一致的，共同指向经济下行。未来看，房贷利率上升叠加棚改货币化力度减弱，居民中长期贷款将会继续下滑，而环保限产和政府平台融资受限下，企业中长期贷款也将承压，居民、企业和政府信用收缩，叠加名义需求向下，四季度经济下行可能超预期。

3. “租售同权”——想说爱你不容易

8月，房地产市场长效机制中一个重要的市场抓手开始初现端倪，在政策的力挺、国企资源的倾斜以及众多实质性动作的支撑下，“租售同权”也成为牵动老百姓神经的热点敏感词。在房地产市场泡沫化程度依然较高的背景下，国家推动住房租赁市场的发展，根本出发点在于激活住房租赁的市场需求，以平衡房地产市场供需矛盾，平抑房价，推动住房向居住属性回归。

“租售同权”同什么权？由于历史原因和管理的需要，在不同的城市，房产与户籍、房产与某项公共服务也进行了一定程度的交叉挂钩。因此，“租售同权”只是一个概念统称，不能一概而论，各地政府根据自身情况和目标人群来具体定义这一概念的不同内涵，并决定所同“权”的含金量。大体而言，**一线城市同教育权**，如北京、上海、广州，但政策能实现的突破有限，因为宏观政策导向基本以针对常住人口（户籍+居住证或人才绿卡等）实现均衡教育公共服务为目标，而优质教育资源有其自身的形成逻辑，鼓励租房的政策无法强行覆盖。**二线热点城市设门槛同户籍权**，如无锡，二线城市虽然对人才非常渴求，但本身人口基数已经较大，且长远来看也是城镇化人口集聚的主要方向，在制定鼓励租房政策吸引目标人才群体时虽然会实现将租房和户籍挂钩，但会设路一定的门槛，形成有条件的“租售同权”。**部分城市探索直接同户籍权**，如郑州，原本属于区域性经济中心的城市经济活跃度开始减弱，人口增长放缓，有陷入恶性循环的可能，为吸引周边人才，增强经济活力，将租房与户籍直接挂钩，实现完全“租售同权”。

“租售同权”的影响几何？对房价趋势影响较小，各城市继续分化。对投资无太多负面影响，预计房地产投资维持平稳。租金受到政策影响，短期波动后，整体稳步上涨。一线城市通过租房政策调节人口结构，二线等其他城市通过政策吸引人才。但从长远来看，一是提出建立租赁信息平台，将为规范租房市场打下较好的基础，为租房市场形成长效机制重要一环积累重要的信息。二是租房相关信息规范化后，还可以与未来将出台的房产税、不动产登记制度进行对接，同时还能与金融部门联动，为整体房地产长效机制的完善和地方财政收入转型做好必要的准备。

4. 联通混改——混合所有制的尺度下限？

中国联通8月16日公告称，将采用非公开发行和老股转让相结合的方式，包括百度、阿里巴巴、腾讯、京东互联网巨头在内的四大类14家战略投资者以747亿元拿下联通A股35.19%股权，联通集团持股降至约36.67%，形成混合所有制多元化股权结构。加上一项员工股权激励计划，中国联通此次混改募资总额高达约780亿元。

联通混改受到市场极大关注，不仅因为联通打响了央企集团整体混改的“第一枪”，也不仅因为这是第一批混改中涉及金额最大、体量最大的项目。更重要的是，**原有大股东比例大幅下降是前所未有的突破**，联通集团对中国联通的持股比例从原来的63.7%降低到36.7%，失去了持股50%以上的绝对控股地位。但尽管如此，国有资本并没有失去对联通的控股权。在混改方案中，中国人寿以217亿元价格认购中国联通超10.22%的股权，中国国有企业结构调整基金，持有联通约6.11%的股份，国有合计持有联通53%的股份，**混改并没有改变联通的国企性质**。

混合所有制改革的初衷很明确，“混”是为了“改”，是为了改变国企管理中长期存在的权责不清、效率低下问题，提升国企的效率和竞争力，董事会的决策机制和公司运行机制是改革的重中之重。有专家认为，**当非国有投资者单股或与一致行动人多股占比达到33.4%，国企的混合所有制才有效果**。此次联通混改，当非国有投资者单股或与一致行动人多股占比为18.87%，仍有不少差距。

无论是从理论上，还是20多年前无数国企“混改”失败的实践都证明，任何不以国退民进、国资退出控股为目标的“混改”，都无法真正改善企业的法人治理结构，从而带来企业内部管理体制和创新机制的根本性变化。因此，联通混改远未到混合所有制改革的尺度下限。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。