

国企改革正式破题， 二八分化料延续

特邀:李理

总经理，东兴财富资产管理有限公司
lili @dxqh.net

张希

高级研究员，期货执业证书编号F0283816
zhangxi@dxqh.net

董彬婕

研究员，期货执业证书编号F3021841
dongbj@dxqh.net

观点要点:

- 2016 年经济运行主基调为供给侧改革与财政托底之间的博弈，整体呈现前低后高、筑底回升的特征。2017 年基本面来说房地产业料退居二线，基建发力补足缺口。
- 全社会去库存看似进入尾声，工业企业利润回升或拉动一轮补库存周期，但是考虑到目前总需求现状，补库力度或不及以往。
- 2017 年货币政策料比以往更加复杂，需要兼顾人民币维稳、通胀率因素以及基础货币量的补充。因此不排除无风险利率抬升的同时，一次性降准补充外汇占款减少的可能性。
- 2017 年供给侧改革以及国企改革深化，金融领域继续降杠杆防风险，整体经济增速前高后低是大概率事件。综合估值三要素，判断 2017 年料以国企改革为主线，二级市场难言趋势性行情。无风险利率向下空间有限，因此预计估值的抬升主要来自于企业盈利和主题发酵。从这个角度，二八分化尚未结束，主板整体料优于中小创业板。

正文目录

一、经济基本面：地产退居二线，基建独揽大旗	4
二、利润修复带动库存重建，力度或不及以往	7
三、短端成本抬升，货币政策转向中性	9
四、国企改革政策体系完成，2017年深化布局	11
五、总结与展望：以国企改革为主线	13
附录1：利率决议及全球风险事件时间表(当地时间)	13
附录2：中国数据时间表(或有微调)	14
附录 3：美国数据时间表(或有微调)	15

图表目录

图表 1: 第三产业GDP累计同比贡献上升	5
图表 2: 第三产业贡献度上升主要由地产拉动	5
图表 3: 地产投资回升缺乏后续动能	5
图表 4: 房地产销售面积拐点出现	5
图表 5: 一二线城市商品房成交面积受压制	5
图表 6: 固定资产投资主要分项占比估计	6
图表 7: 地产投资下滑情景假设	6
图表 8: 2017基建相关政策罗列	6
图表 9: 大型企业主导制造业恢复扩张	8
图表 10: PMI订单显示内需强于外需	8
图表 11: CPI、PPI剪刀差倒挂	8
图表 12: 产成品库存弱于原材料	8
图表 13: 工业企业利润领先产成品库存	8
图表 14: 四季度工业企业利润有自上游下中游传导迹象	9
图表 15: 2016全年降准一次	10
图表 16: 一般贷款加权平均利率低位回升	10
图表 17: 2017年初央行对人民币预期进行管理	10
图表 18: 通胀小幅回升	10
图表 19: 公开市场操作抵补外汇占款流出	11
图表 20: 银行间市场利率高位回落	11
图表 21: 国企改革政策出台时间	12
图表 22: 部分央企改革进展	12

国企改革正式破题，二八分化料延续

2016 年供给侧改革博弈稳增长政策，全社会去库存看似进入尾声。工业企业利润回升或拉动一轮补库存周期，但是考虑到目前总需求现状，补库力度或不及以往。2017 年供给侧改革以及国企改革深化，金融领域继续降杠杆防风险，整体经济增速前高后低是大概率事件。

一、经济基本面：地产退居二线，基建独揽大旗

2016 年经济运行主基调为供给侧改革与财政托底之间的博弈，整体呈现前低后高、筑底回升的特征。三季度低谷之后，四季度经济运行平稳。从结构上来看，2016 年经济被动转型的趋势保持，截至三季度，第三产业累计同比贡献率为 58.3%，第二产业累计同比贡献率为 37%。但是从第三产业分项来看，严格意义来说今年经济结构并没有发生实质性变化，因为第三产业从 53.7% 上升到 58.3% 的涨幅主要来自房地产业的回升。房地产业全年保持了 8% 左右的正面贡献，相较 2015 年水平增幅高达 4.8%。房地产业本身与第二产业紧密挂钩，更是固定资产投资的重要组成部分，实际依旧是传统行业。除此之外，其他第三产业增幅相对有限，金融业甚至贡献度大大下滑。从经济增长水平的角度来看，2016 年经济转型的效果尚未显现。

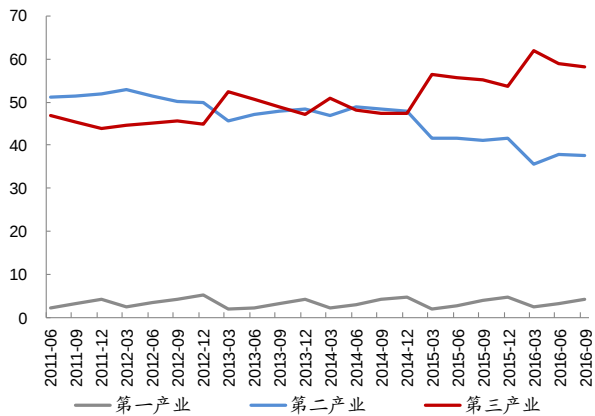
2016 年末的中央经济工作会议释放出了三大重要的政策信号，首先是明年将继续保持稳中求进的工作主基调，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；其次，明年将是供给侧结构性改革的深化之年，要深入推进“三去一降一补”，深入推进农业供给侧结构性改革；三是，防范金融风险也是明年的重要任务。年末一系列会议均围绕这一主线，对于消费升级的切入点尚不明确，同时受特朗普贸易保护姿态影响净出口也存在很强不确定性，这意味着明年三驾马车的重点依旧落在投资上。

从三大投资构成来看，2016 年房地产投资底部反弹，新开工面积以及销售面积同比增速回正。制造业增速继续筑底，四季度底部企稳。基建投资保持在偏高水平，全年增速维持在 17% 左右。作为一大亮点的地产行业，2016 年四季度起调控加码，抑制房价泡沫基调已十分明确。从 30 大中城市商品房成交面积来看，10、11 月旺季不旺销售数据出现明显回落，并且二线城市受到的冲击最大。12 月最新数据显示，在三线城市拉动下，整体成交面积略有抬升，但是一、二线城市表现相对疲弱。鉴于地产投资相对于销售面积通常有 6-9 个月的时滞，预计投资增速在明年二季度初走弱，届时地产分项的缺口需要基建以及制造业来补足。

计算显示，从近两年平均数据来看，基建、地产、制造业在总投资中的占比分别为 24.5%、17.4% 以及 32.2%，累计占比 74.1%。假设按照目前判断，房地产行业拐点成立，2017 年二季度走弱概率较高，那么情景假设下，地产行业增速从目前的 6.5% 下降至 3%、1.5% 以及 0%，对于整体投资增速的拖累为 0.6%、0.9% 以及 1.1%。

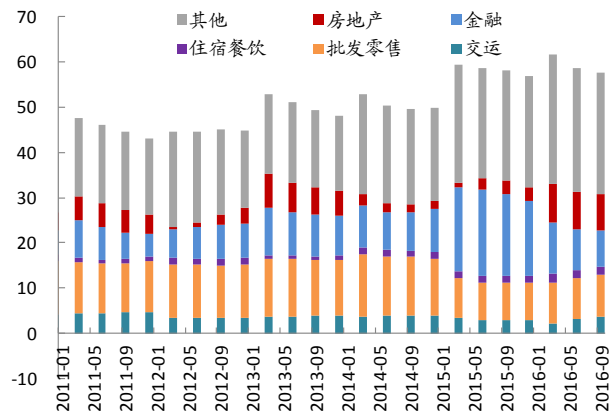
近期地方 2017 年重大项目投资计划密集出炉，数额从千亿到万亿不等。据产业研究机构测算，2017 年我国固定资产投资增速预计保持在 8% 左右，基建将继续成为稳定投资及稳增长的主要力量，整体规模预计约为 16 万亿元。由此可见 2017 年地产投资拉动作用大概率削弱，制造业料底部运行，基建依旧是稳增长的重要工具（详见图表 8）。

图表 1: 第三产业 GDP 累计同比贡献上升



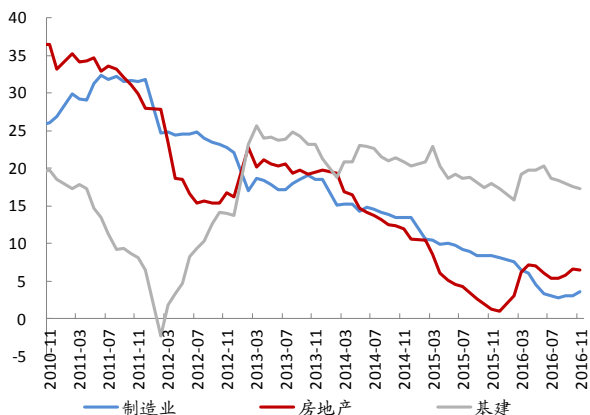
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 第三产业贡献度上升主要由地产拉动



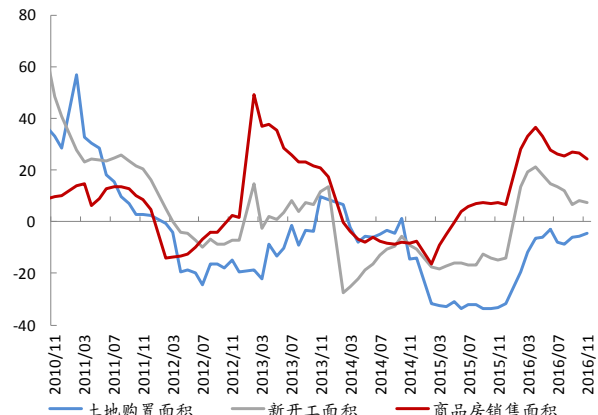
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 地产投资回升缺乏后续动能



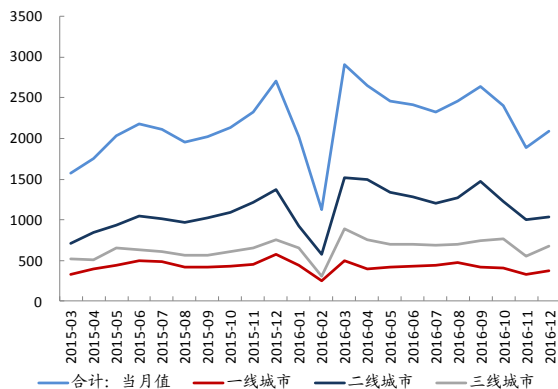
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 房地产销售面积拐点出现



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 一二线城市商品房成交面积受压制



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 固定资产投资主要分项占比估计

日期	基建投资完成额/总固定资产投资完成额	房地产开发投资完成额/总固定资产投资完成额	制造业投资完成额/总固定资产投资完成额	三大分项总计占比
2015/12	23.80%	17.40%	32.70%	73.90%
2016/11	25.28%	17.34%	31.59%	74.22%
均值	24.54%	17.37%	32.15%	74.06%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 地产投资下滑情景假设

日期	实际总投资增速	房地产开发投资增速	对总投资的冲击
2015/12	10.00%	1.00%	--
2016/11	8.30%	6.50%	--
2017E	--	3.00%	-0.61%
2017E	--	1.50%	-0.87%
2017E	--	0.00%	-1.13%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 2017 基建相关政策罗列

类别	具体政策
水利	2016年12月水利部会议强调, 加快推进重大水利工程建设, 全力做好项目前期工作, 要确保2017年再新开工15项重大工程, 在建投资规模超过9000亿元, 同时加快在建工程建设, 尽快增加实物工程量, 发挥投资拉动作用。
交通运输	2017年全国交通运输工作会议12月26日开幕。交通运输部部长李小鹏在会议上表示, 明年交通运输工作的主要目标为, 公路、水运完成固定资产投资1.8万亿元, 新增高速公路5000公里, 新建农村公路20万公里, 新增贫困地区7000个建制村通硬化路, 新增内河高等级航道达标里程500公里, 新增通客车建制村4000个。
铁路建设	对于2017年的铁路建设计划, 中国铁路总公司党组书记、总经理陆东福说, 全国铁路行业投资保持去年8000亿元的规模。据了解, 今年铁总将以西部铁路建设为重点。
PPP	财政部、交通运输部、环保部等20个部委10月13日公布了第三批PPP示范项目名单, 项目数量高达516个, 计划总投资额达到11708亿元, 远超前两批PPP示范项目。第三批示范项目虽然涉及18个大行业, 但主要集中在市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发四类行业, 这四类项目投资总额占全部项目投资额高达87%。其中, 交通运输类项目(高速公路、铁路等)总投资规模超过5000亿元, 其次为市政工程类(市政道路、污水处理项目、垃圾处理等)项目, 总投资额超过3000亿元, 两者占比超过70%。
PPP	根据财政部要求, 第二批6589亿元示范项目应于2017年3月底前完成采购, 第三批1.17万亿示范项目应于2017年9月底前完成采购, 逾期未完成采购的将调出示范项目名单, 目前已有14个省份完成了党委换届选举, 剩余17个省份将于17年上半年完成换届选举。从云南省的经验来看, 地方政府换届后, 政府对于PPP项目的督导力度将不断加强。
PPP	发改委、证监会联合推动PPP项目资产证券化工作, 要求优先选取符合国家发展战略、主要社会资本参与方为行业龙头企业的PPP项目开展资产证券化; 要求各省级发展改革委于2017年2月17日前, 推荐1-3个传统基础设施领域PPP项目, 报送发改委。

来源: 东兴期货研发中心

二、利润修复带动库存重建，力度或不及以往

2016 年工业运行一大特征在于供需结构的修复，工业品价格大幅反弹。从指标上来看，体现在制造业 PMI 及主要分项重回扩张、工业企业利润大规模回正、PPI 时隔四年回正。

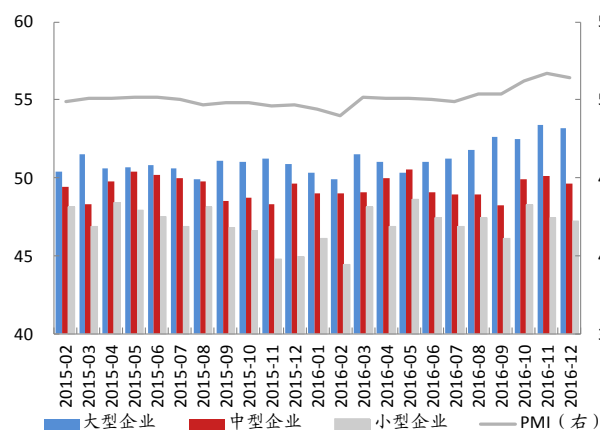
具体数据显示，四季度制造业保持景气度，12 月 PMI 维持在两年高位，分项中内需依旧是主导，新订单保持强劲。从企业规模看，本轮阶段性回升以大型企业主导，PMI 趋势性上升至四年高位，中型企业 PMI 一度重回扩张，小型企业继续处于收缩阶段。工业企业利润以及毛利增速自 5 月份以来大面积回正，11 月规模以上工业企业利润累计同比增长 9.4%。11 月主营业务收入累计同比增长 4.4%，主营业务成本累计同比增长 4.2%，持续保持收入大于成本增速的状态。物价指数方面，三季度以来大宗商品尤其是黑色有色上游价格强势反弹，带动 PPI 四年多来首次回正。11 月 PPI 环比上涨 1.5%，同比上涨 3.3%。分行业来看，煤炭开采和洗选、黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工业价格涨幅扩大，环比分别上涨 10.3%、6.1%和 5.0%，合计影响 PPI 环比上涨约 0.9 个百分点，是 PPI 同比涨幅扩大的主要原因。尽管监管层实施了行政控制，但是受到供需不平衡以及本身低基数的影响，价格走势难以发生根本性扭转，PPI 料继续保持正值。

2017 年，工业企业运行能否延续回暖，核心在于两个方面，一是传统补库存周期能否如期展开，二是上游企业利润能否逐渐向下游传导，使得全行业盈利持续回升，而不是仅仅局限于上游产业。针对补库存周期，回溯历史数据，通常企业利润总额增速的阶段性高点领先于产成品库存增速高点，领先时间在 18 个月左右。虽然相较于过去，本轮利润修复力度较弱，但是 11 月工业企业库存确实回正，符合补库存周期的初步判断。仔细分析来看，发现最值得注意的是，原材料以及产成品库存增加的力度有较大差异。参照制造业 PMI 数据来看，虽然原材料与产成品库存都在萎缩区间，但是 2016 年以来原材料明显强于产成品，一方面说明产成品本身需求不弱，另一方面也说明下游补库进展缓慢，经销商对未来需求的看法有所保留。这一数据与我司黑色、有色等相关大宗上游研究结论相一致（参见黑色、有色年报），四季度以来上游原材料确实有补库迹象，下游需求有所恢复但是产成品补库不积极。

工业企业运行能否延续回暖的另一方面是上游企业利润能否逐渐向下游传导。选取前十大工业行业测算，11 月保持了毛利和利润同比连续两个月回升的行业发生了一定变化（详见图表 14）。三季度表现良好的主要有四个行业：汽车制造、黑色金属冶炼和压延加工、非金属矿物制品以及有色金属冶炼和压延加工，主要的景气行业集中在上游。11 月非金属以及有色依然保持利润回升，但是黑色毛利以及利润总额同比增速均有所回落，化工制造以及通用设备制造业利润总额连续两月保持回升。这样的初步转变，意味着利润似乎正在逐渐向中游传导，这种状态能否在一二季度延续，需要进一步观察。

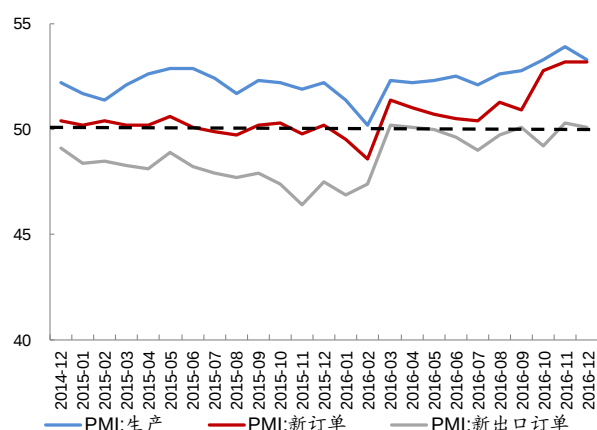
总结而言，本轮工业企业利润修复力度不及以往，但是数据也显示企业利润有从上游往中下游传导的迹象。如果一、二季度在 PPP 项目拉动下基建投资进展顺利，不排除 2017 年有全社会低位补库存的可能。补库存时间周期一般较长，但是考虑到需求端补库力度预计难有超预期表现。

图表 9: 大型企业主导制造业恢复扩张



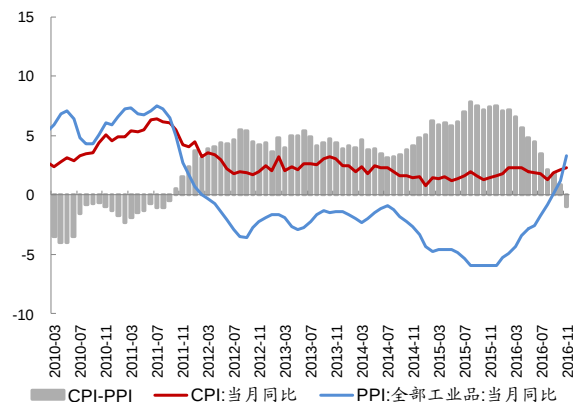
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: PMI 订单显示内需强于外需



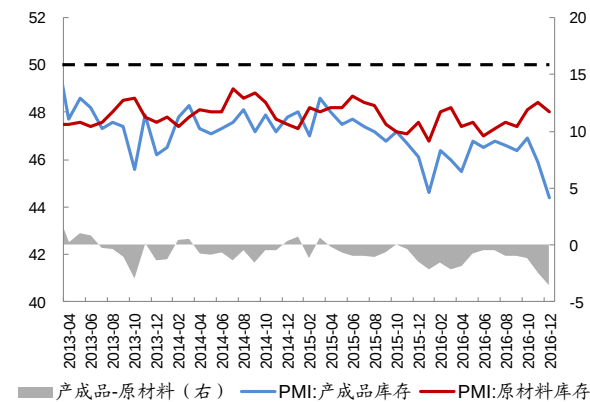
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: CPI、PPI 剪刀差倒挂



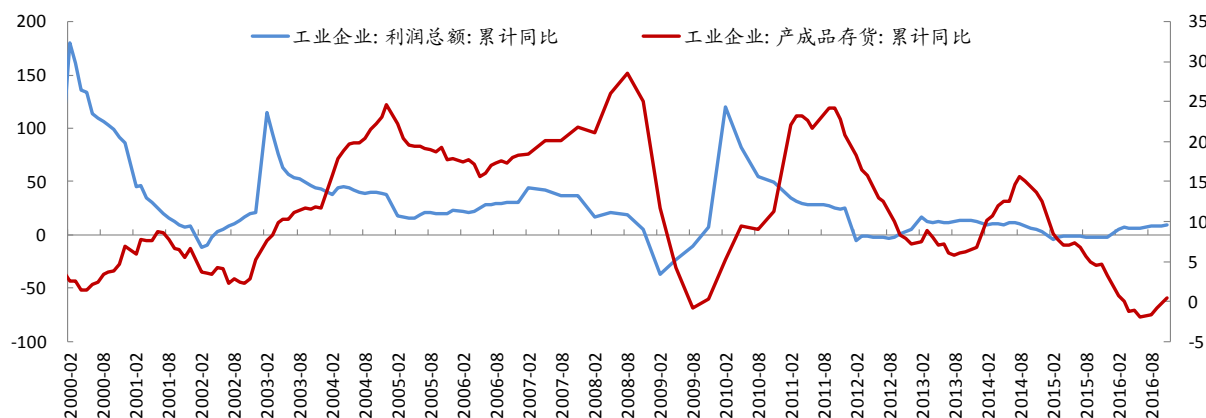
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 产成品库存弱于原材料



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 工业企业利润领先产成品库存



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14：四季度工业企业利润有自上游下中游传导迹象

10月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	
汽车制造	✓	✓	✓	✓
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
非金属矿物制品业	✓	✓	✓	✓
有色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
通用设备制造业	✓		✓	
医药制造业	✓		✓	✓
11月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	✓
汽车制造	✓	✓	✓	
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	
非金属矿物制品业	✓	✓	✓	✓
有色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
通用设备制造业	✓		✓	✓
医药制造业	✓		✓	

来源：Wind，东兴期货研发中心

三、短端成本抬升，货币政策转向中性

本轮降息周期自 2014 年开启，2015 年加码，2016 年全年无降息，仅一季度降准一次用来抵补外汇占款下降导致的基础货币量不足，货币政策严格意义上说从宽松转向了中性。

根据图表 19 可以看出，2016 年央行积极的用公开市场操作补充基础货币，整体流动性并没有。从基础货币余额对应来看，年内外汇储备加上公开市场操作的金额整体是回升的，中长端资金总量无虞。这一操作与常规降准释放流动性的主要区别在于，资金有时效性，而且成本有所抬升。以 12 月最新数据为例，央行对金融机构开展中期借贷便利操作共 7330 亿元，其中期限 6 个月 3580 亿元、1 年期 3750 亿元，利率分别为 2.85%、3.0%，均与上次持平，12 月末中期借贷便利余额为 34573 亿元。12 月央行对国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行发放抵押补充贷款净增加共 415 亿元，12 月末抵押补充贷款余额为 20526 亿元。12 月对金融机构开展常备借贷便利操作共 1357.47 亿元，其中期限隔夜 15.59 亿元、七天 449.36 亿元，1 个月 892.52 亿元，利率分别为 2.75%、3.25%、3.60%。12 月末常备借贷便利余额为 1290.07 亿元。这些资金从总量上补充了外汇占款流出的部分，但是均有期限，且成本高于基础利率。这一操作直接使得金融机构一般贷款的加权平均利率从底部回升，同时三季度之后银行间拆借利率也有明显抬升，形成了“短端加息”的现象。

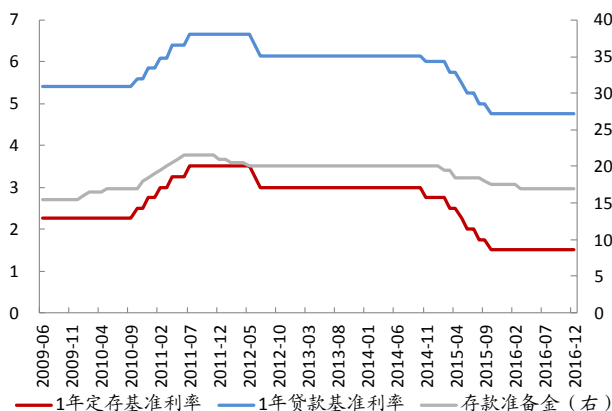
中央经济工作会议明确指出，2017 年货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。要在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。这一基调意味着在美国加息的大背景下，2017 年货币政策很难放松。

除此之外，从通胀的角度，货币政策空间也并不宽裕。三季度以来，CPI、PPI 剪刀差持续收窄，数据显示 11 月两者五年来首次出现倒挂。从 CPI 本身来看，本轮猪周期升幅不及以往，加上年内原油价格处于大周期相对底部区间，因此 CPI 短期没有大幅度上升。近期 CPI 的特点在于，食品价格按照自身周期正常起落，同时非食品价格单边上升。

这里不得不提 PPI 端的传导作用，通常来说受到采样权重的影响，PPI 对于 CPI 的直接传导被削弱了，但是实际数据显示能源价格等非食品项目的回升使 CPI 持续存在上升压力。加上从旬度数据来看，11 月以来食品价格也企稳回升，因此整体 CPI 继续小幅回升。物价指数与货币政策息息相关，通胀数据一旦超过 2.5% 趋近 3%，货币政策可操作空间就会更加受到压制。

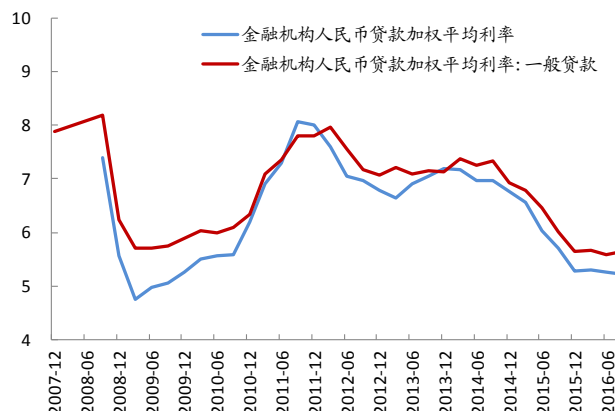
近期货币市场出现了一些变化，元旦过后美元从高位回落，离岸人民币流动性收紧，隔夜 Hibor 最高冲至 112%，直接导致离岸人民币汇率暴涨，离在岸价差倒挂超过 1000bps。人民币对美元此次急速升值，本质上并非中美两国经济基本面发生了转变，而是监管政策密集出台进行充分的预期管理导致空头踩踏的结果。如果不能在年初打破人民币贬值共识，未来货币政策空间更加有限。月末即将迎来春节，近期公开市场操作有一些特别，央行连续净回笼，并且暂停了 14、28 天逆回购操作，配合离岸人民币适时收紧，不排除在春节前后出现一次性降准的可能。如果没有采取降准操作，那么中旬央行大概率会续作以及增加 MLF 操作量，补足节假日宏观流动性需求。

图表 15: 2016 全年降准一次



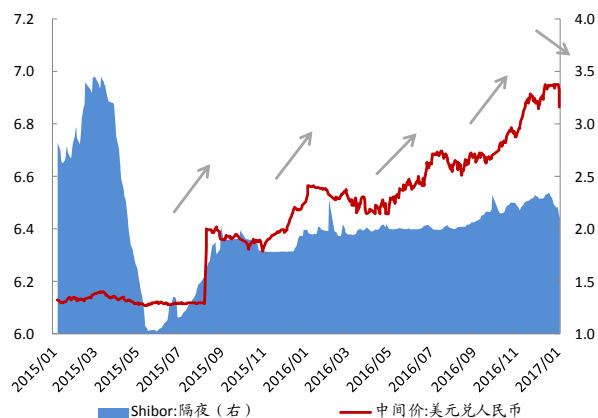
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 一般贷款加权平均利率低位回升



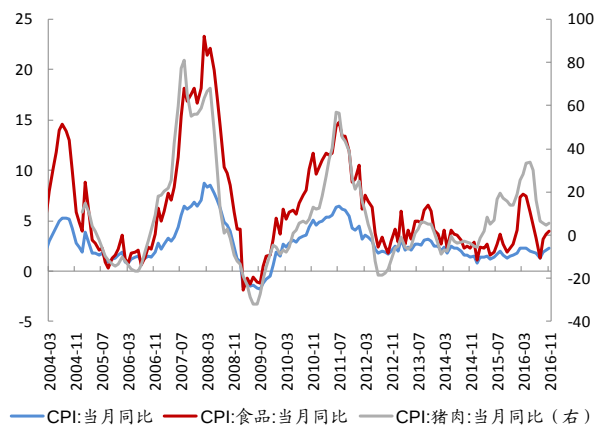
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 2017 年初央行对人民币预期进行管理



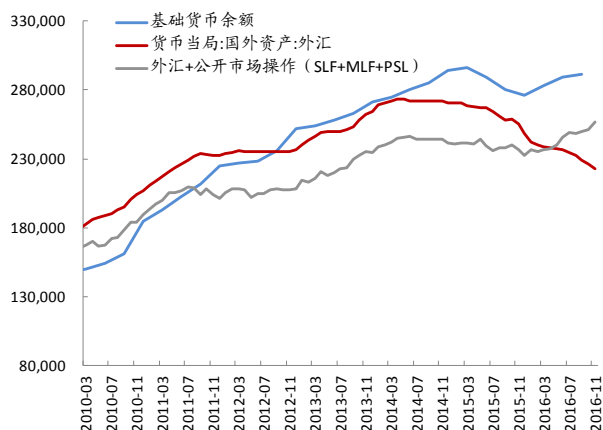
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 通胀小幅回升



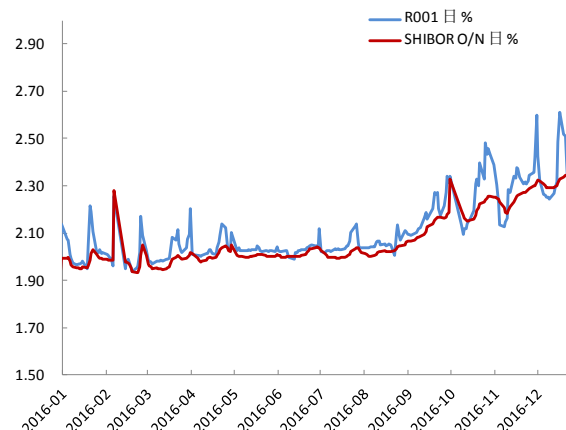
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 公开市场操作抵补外汇占款流出



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 银行间市场利率高位回落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、国企改革政策体系完成，2017 年深化布局

2015 年，党中央、国务院颁布实施指导意见深化国有企业改革，确立了国企改革“1+N”文件体系。《关于深化国有企业改革的指导意见》作为“1”，在国企改革中发挥引领作用；制定“N”个配套文件，强化各项改革之间的协同配合。2016 年，7 个专项配套文件出台，同时，国资委会同有关部门出台了 36 个配套文件，至此，国企改革“1+N”文件体系完成，共同形成了国企改革设计图。根据安排，2016 年国企改革主要是围绕完善文件体系、重点领域试点、面上普遍推开三方面展开。因此，作为全面落实国企改革文件体系的起步之年，2016 年国企改革主要集中于全面进行试点，国企改革涉及的很多重点难点尚未破题，影响国企活力和竞争力的不少体制障碍仍未破除。

2017 年是实施供给侧结构性改革的深化之年，国企改革作为供给侧结构性改革的重要内容和重要动力也必须取得实质性突破。目前，国企改革原则和方向已确立，主要任务也已明确，需着力解决的是落实国企改革文件的有效途径和办法问题。根据国资委政策，国企改革共分为十项试点，分别包括：第一，关于落实董事会职权试点；第二，关于市场化选聘经营管理者试点；第三，关于推行职业经理人制度试点；第四，关于企业薪酬分配差异化改革试点；第五，关于国有资本投资、运营公司试点；第六，关于中央企业兼并重组试点；第七，关于部分重要领域混合所有制改革试点；第八，关于混合所有制企业员工持股试点；第九，关于国有企业信息公开工作试点；第十，关于剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点。

从中央经济工作会议以及各部委改革进展来看，央企兼并重组、混合所有制改革以及企业员工持股将成为 2017 年改革推进的重点。2016 年 12 月中旬召开的中央经济工作会议明确指出混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，将在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。

图表 21: 国企改革政策出台时间

时间	国企改革时间轴
2013-11-9至11-12	十八届三中全会开启本轮国企改革
2013/12/17	上海、广东等省市积极出台地方国企改革方案
2014-6至2014-8	据不完全统计,已有超过200家上市公司推行/尝试国企改革的案例
2014/7/15	国资委指定中粮集团等6家央企开展四项改革试点
2014/10/13	累计已经有16个省市公布国企改革方案,涉及国企占全国国企2/3
2015/9/13	中共中央、国务院印发国企改革纲领性文件
2015/9/25	国务院印发《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》
2015/12	央企兼并重组加速,仅12月就有8户央企合并
2016/2/25	国企改革“十项改革试点”方案出台
2016/5/18	《中央企业深化改革瘦身健体工作方案》
2016/8/18	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》
2016/9/26	发改委表示要加快推进混改,选择一批国有企业开展混合所有制改革试点示范
2016/12/21	财政部发布《关于进一步加强国有金融企业股权管理工作有关问题的通知》,强调加强国有金融资产监管,进一步加大大国有金融企业产权进场公开交易力度,加强和规范国有金融企业增资扩股行为
2016/12/23	国资委印发《中央企业负责人经营业绩考核办法》,对不同功能的国有企业进行分类考核,强化了业绩考核与激励约束的紧密衔接。

来源: 东兴期货研发中心

图表 22: 部分央企改革进展

上市公司代码	简称	改革近况
601611.SH	中国核建	2016年9月集团发布《关于全面深化改革的实施方案》,提出41项改革举措,争取在3-5年内集团(股份)公司、二级子公司通过引入国有及非国有资本等方式全部实现股权多元化,股份公司实现IPO,集团公司整体上市,在混合所有制企业积极试点管理层骨干员工持股。
0611.HK	中国核能科技	2016年9月-10月集团连续发布一系列深化改革配套文件,涉及加强和改进党的领导工作,规范董事会建设,高级管理人员薪酬管理,项目模拟股份制试点,职业经理人制度试点,深化劳工收入和收入分配改革等多个方面。
600050.SH	中国联通	2016年10月-11月,中国联通先后与腾讯、百度、阿里巴巴达成协议,将在移动互联网、人工智能、基础通信服务等多个领域展开深度合作。
0762.HK	中国联通	
000922.SZ	佳电股份	
1133.HK	哈尔滨电气	集团研讨通过《哈电集团深化改革工作方案》。
600115.SH	东方航空	东方航空先后引入达美航空,携程作为战略投资者,成为公司第四、五大股东;东航集团被纳入建设规范董事会试点企业范围,东航物流也被确定为国家民航领域混合所有制改革试点;根据媒体报道东航集团正向国资委申请改组为具有航空特色的国有资本投资公司;东方航空产业投资有限公司正式成立,目标通过资本运作,完善航空产业链,收购或参股“一带一路”沿线优质航空资源;东方航空将旗下物流子公司东航物流100%股权转让给东方航空产业投资有限公司。
0670.HK	中国东方航空股份	
600995.SH	文山电力	深圳前海蛇口自贸区供电有限公司的成立,成为增量配电网领域引入社会资本的首次积极探索,为国企混合所有制改革工作探索了有效路径。

来源: 东兴期货研发中心

五、总结与展望：以国企改革为主线

2016 年供给侧改革博弈稳增长政策，全社会去库存看似进入尾声。工业企业利润回升或拉动一轮补库存周期，但是考虑到目前总需求现状，补库力度或不及以往。2017 年供给侧改革以及国企改革深化，金融领域继续降杠杆防风险，整体经济增速前高后低是大概率事件。货币政策料比以往更加复杂，需要兼顾人民币维稳、通胀率因素以及基础货币量的补充。

基于这样的宏观面，对二级市场权益类估值三要素逐一进行分析。首先是无风险利率，虽然当前国内货币政策不会明确切换到加息周期，但是金融机构一般贷款的加权平均利率确实从底部回升，形成了“短端加息”的现象，叠加全球美元加息周期，人民币利率下方空间相对有限。第二是企业盈利，供给侧改革配合局部需求端刺激，支撑企业盈利回升，不过全社会总需求难有爆发性增长，企业盈利改善空间有限。第三是市场预期，目前预期集中在国企改革而不是追逐资本泡沫。中央经济工作会议明确指出防控金融风险，证监会银监会对于债市股市监管也一再加码，这意味着资金对于风险的追逐会相对更加谨慎。

综合判断，2017 年料以国企改革为主线，二级市场难言趋势性行情。无风险利率向下空间有限，因此预计估值的抬升主要来自于企业盈利和主题发酵。从这个角度，二八分化尚未结束，主板整体料优于中小创业板。

附录 1：利率决议及全球风险事件时间表（当地时间）

日期	数据及事件	日期	国家	事件
01-19	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-01	美国	特朗普就任美国总统
01-31	美联储利率决议	2017-01	瑞士	达沃斯论坛
03-09	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-03	中国	全国两会、博鳌亚洲论坛开幕
03-14	美联储利率决议，耶伦讲话	2017-03	欧洲	欧盟首脑会议
04-27	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-03	荷兰	荷兰大选
05-02	美联储利率决议	2017-03	中国	香港特首选举
06-08	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-04	中国	广交会开幕
06-13	美联储利率决议，耶伦讲话	2017-04	法国	法国第一轮总统选举
07-20	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-05	法国	法国第二轮总统选举
07-25	美联储利率决议	2017-06	法国	法国国会大选
09-07	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-07	中国	G20 峰会
09-19	美联储利率决议，耶伦讲话	2017-08	德国	德国联邦议院选举最早可能日期
10-26	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-09	瑞士	夏季达沃斯论坛
10-31	美联储利率决议	2017-09	挪威	挪威举行议会选举
12-14	欧洲央行利率决定，德拉基讲话	2017-09	西班牙	西班牙加泰多尼亚自治区独立公投
12-12	美联储利率决议，耶伦讲话	2017-10	美国	美国新财年预算
		2017-10	美国	IMF 和世界银行举行年度会议
		2017-12	韩国	韩国总统大选

附录 2: 中国数据时间表 (或有微调)

序号	内容	日期	公布机构
1	国民经济运行情况新闻发布会	01-20/03-14/04-17/05-15/06-14/07-17/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
2	2015 年国民经济和社会发展统计公报	2-28	国家统计局
3	季度累计主要行业增加值	01-21/04-18/07-18/10-20	国家统计局
4	财新制造业采购经理人指数 PMI	每月 3 日左右公布制造业 PMI, 6 日公布服务业 PMI。目前已取消预览值, 仅公布终值。	财新与 Markit 公司
5	官方制造业采购经理人指数 PMI	01-01/02-01/03-01/04-30/05-31/06-30/07-31/08-31/09-30/10-31/11-30/12-31	国家统计局
6	官方非制造业采购经理人指数 PMI	01-01/02-01/03-01/04-30/05-31/06-30/07-31/08-31/09-30/10-31/11-30/12-31	国家统计局
7	居民消费价格指数 (CPI)	01-10/02-14/03-09/04-12/05-10/06-09/07-10/08-09/09-09/10-16/11-09/12-09	国家统计局
8	工业生产者价格指数 (PPI)	01-10/02-14/03-09/04-12/05-10/06-09/07-10/08-09/09-09/10-16/11-09/12-09	国家统计局
9	规模以上工业生产月度报告	01-20/03-14/04-17/05-15/06-14/07-17/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
10	固定资产投资 (不含农户)	01-20/03-14/04-17/05-15/06-14/07-17/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
11	民间固定资产投资	01-20/03-14/04-17/05-15/06-14/07-17/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
12	房地产投资和销售情况	01-20/03-14/04-17/05-15/06-14/07-17/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
13	社会消费品零售总额	01-20/03-14/04-17/05-15/06-14/07-17/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
14	70 个大中城市住宅销售价格	尚未公布	国家统计局
15	工业经济效益月度报告	除 1 月 26 日公布外, 其余每月 27 日 (2 月不公布)	国家统计局
16	货币供应量及社会融资规模统计	每月中旬公布, 具体需参考《2017 年金融统计数据公布时间表》(目前尚未公布)	央行
17	进出口贸易帐	01-13/02-10/03-08/04-13/05-08/06-08/07-13/08-08/09-08/10-13/11-08/12-08	海关总署
18	规模以上文化及相关产业生产经营	02-06/04-28/7-28/10-30	国家统计局

附录 3: 美国数据时间表 (或有微调)

类别	内容	公布时间	公布机构
各项领先指标	月度采购经理人指数	每月最后一个工作日	芝加哥联储
	月度非制造业指数	每月第三个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业指数	每月第一个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业 PMI 初值	每月第四周	Markit
	月度制造业 PMI 终值	次月 1 日	Markit
	周度领先指标	每周五	美国经济周期研究所 (ECRI)
	月度消费者信心指数	每月最后一周的周二	咨商会
	月度消费者信心指数初值/终值	每月第二周周五/第四周周五	密西根大学
	月度房屋开工/营建许可	报告当月结束后第四周	美国商务部
GDP 及经济展望	褐皮书	每次美联储会议前两周的周三	美联储
	季度国内生产总值 (GDP) 初值	每年 1、4、7 和 10 月第四周的周五	美国商务部
	季度国内生产总值 (GDP) 终值	每年 3、6、9 和 12 月第四周的周四	美国商务部
就业	月度非农就业人口 / 失业率	每月第一周周五	美国劳工部
	周度初请失业金	每周四	美国劳工部
房地产	月度营建支出	每月第一个工作日	美国商务部
	月度 10 座及 20 座大城市房价指数	每月最后一周	标准普尔 (S&P) 与 Case Shiller
	月度房屋市场指数	每月中旬	全美住宅建筑商协会 (NAHB)
	月度新屋销售	报告当月结束后第四周	美国商务部
	月度成屋销售	报告当月结束后 4-5 周	全美不动产协会 (NAR)
物价指数	月度生产者物价指数 (PPI)	每月第二周	美国劳工部
	月度消费者物价指数 (CPI)	每月第二至三周	美国劳工部
消费	月度个人收入/支出	报告月结束后第四周	美国商务部
	月度消费信贷	报告月份结束后 5-6 周	美联储
	月度零售销售	每月第二周	美国商务部
	月度贸易帐	每月第二周	美国商务部
货币及财政	周度货币供给	每周四	美联储 (FED)
	周度外国央行持有美债数量	每周四	美联储 (FED)
	月度国际资本流动	每月 15 日	美国财政部

	月度预算报告	每月第 8 个交易日	美国财政部
制造业	月度工业生产/产能利用率	每月 15 日	美联储
	月度耐用品订单初值	报告月份结束后 3-4 周	美国商务部
	月度耐用品订单终值	报告月份结束后第二月的第一周	美国商务部
	月度批发库存	每月结束后第六周	美国商务部
	月度企业库存/销售额	每月结束后的第六周	美国商务部

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。