

# 国企改革战略构想：三大主体协同推进

□国务院国资委研究中心研究员 许保利

十八大以来，国有企业改革备受关注。笔者认为，国国资改革最核心的就是两件事：国有企业怎么改、改成什么样？如何完善国有资产监管体制？国国资改革应该是国有企业同国有资产出资者之间关系的变化，基于对国国资现状的认识以及对国国资改革内涵的界定，笔者着重谈谈对推进国国资改革的一些构想。

未来的国国资体系应该由三个主体构成：国有企业集团、国有资本投资运营公司、国有资产监管机构。国有企业集团是母子公司体制，作为一级法人的集团母公司应该是由国有资产与非国有资产共同出资的混合所有制企业，当然也会有国有独资公司的存在。国有资本投资运营公司是国有独资、混合所有制母公司的国有股权的持股机构。国有资产监管机构对国有独资、混合所有制母公司的国有资产履行出资人职责。在这里，集团母公司进行混合所有制改革是构建这样的国国资体系的关键。只有进行了这样的混合所有制改革，国有资本投资运营公司才有了定位，国有资产监管机构才真正实现以管资本为主的职能转变。

## 改革国有企业集团

目前的国有企业集团分为两部分：集团公司、旗下各法人企业。集团公司已经改制为国有独资公司，旗下为全资或控股子公司，出资人股权为国有法人股权；若集团公司还是国家授权投资的机构，那么它还要经有关机构或部门授权对国有全资或控股子公司履行出资人职责。

国有企业集团改革有三种选择：一是集团公司改革为国有资本投资运营公司，二级及以下各个法人企业改革为国有独资公司或混合所有制公司制企业。二是集团公司改革为国有独资或混合所有制公司制企业总部，其旗下为全资子公司、控股子公司、自主经营事业部。三是取消集团公司，旗下企业改组为几个混合所有制企业，也可称之为拆分式改革。通过这样的改革后，国有企业集团则变为国有资本投资运营公司，或国有独资公司或混合所有制企业，它们是原来的企业集团经过资产重组后的结果。

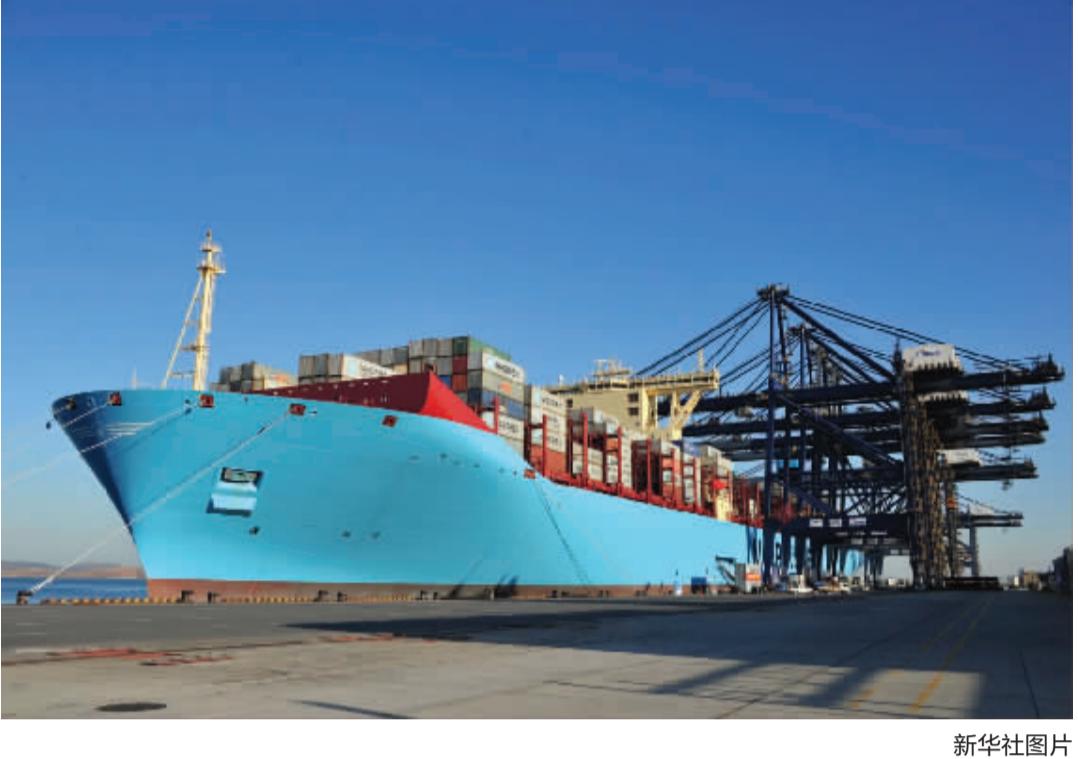
由目前的国有企业集团重组建立的新企业集团实行母子公司体制。母公司是按公司法登记注册的公司制企业，其运行受制于《公司法》约束和规范，它可以是国有独资或混合所有制，还可以是上市公司，但应以后两种形式为主。母公司形式可以有两种：一是作为集团总部，旗下为全资子公司、控股子公司、上市公司、自主经营事业部，这里的全资子公司、控股子公司同自主经营事业部一样，只是名义上的法人企业，它们实际上都是母公司的战略执行单位，或者是母公司的业务单元，它们受到母公司的直接管控。

二是母公司直接作为生产经营企业。如一些大型装备制造企业，以它为核心形成全资、控股、参股企业或交易关系密切的企业，它们一般作为母公司的供应商，服务于母公司的生产经营活动，成为其生产经营活动不可或缺的部分。

不论母公司是作为总部还是直接的生产经营企业，以母公司为核心并同其形成产权关系、交易关系的众多企业则会形成战略上的协同，共同应对市场竞争，它们就如同一个集团化的大企业。这样的企业集团不同于原来法人企业联合体形式的企业集团，集团母公司不再作为国家授权投资的机构，而

● 若国家出资企业并入某一企业集团，就不能再采取授权经营的方式，让母公司来持有国有股权，而要采取将国有股权装入母公司的方式。

● 将国企高管任免权力交给董事会，高管能上能下，薪酬能增能减自然就成为现实。



新华社图片

旗下的全资、控股、参股企业，只是公司制法人出资企业，母公司持有的股权只是法人股权，形成母公司的法人财产，它们不再是国有资产、国有法人股权及相应的国有资产，只有母公司的国有资产才形成国家出资，才是国家出资企业。

若国家出资企业并入某一企业集团，就不能再采取授权经营的方式，让母公司来持有国有股权，而要采取将国有股权装入母公司的方式。这时，并入企业集团的国家出资企业则成为母公司持股的子公司，子公司股权为母公司法人股权，同时，国有股权则体现在母公司的层面，形成国家对母公司的持股，母公司的国有资产则相应增加，国有股资比例上升。

## 改革国有资本投资运营公司

国有资本投资运营公司的建立同混合所有制改革是相互适应的。在集团母公司进行混合所有制改革后，国有股权需要有持股者，这个持股者就是国有资本投资运营公司。从这个意义上讲，国有资本投资运营公司是混合所有制改革的产物。母公司在进行所有制改革后，国有资产监管机构面对的就不再是国有独资母公司，而是混合所有制母公司。这时，才有国有监管机构真正意义上的职能转变，这才是混合所有制是国有企业改革的重要突破口的真正意义所在。

国有资本投资运营公司应作为特殊法人，由特定立法组建成立。它由国有资产监管机构授权持有并经营管理国有股权，但它并不对持股者履行出资人职责，履行出资人职责的仍然是国有资产监管机构。

国有资本投资运营公司的主要职责：

一是监测集团母公司的经营情况。其持股的母公司要定期报告财务情况，据此分析评价企业的经营状况。二是提出国有资本在集团母公司进入或退出的方案并报国有资产监管机构批准后实施。通过对母公司增资扩股或收购母公司股权来增加国有股权的比重；通过减持母公司国有股权实现国有资本在不同行业、产业的退出。三是分析研究国内外形势为国有资产监管机构决策提供参考。

国有资本投资运营公司内设部门可以

按行业设置相应的股权管理部门，如建筑行业股权管理部、钢铁行业股权管理部、机械行业股权管理部、商贸企业股权管理部等。这样的设置可以使管理者更好了解股权管理的信息，更有效地做出增持或减持的决策方案，实现国有股权的优化配置。国有资本投资运营公司的收入来自于国有股权转让、国有股权转让收入、融资借款、财政注资等，支出则为公司自身运转经费、国有股权投资、偿还债务等。

国有资本投资运营公司高管由国有资产监管机构任免，但要市场化聘用。他们的薪酬取决于国有资本收益率，甚至可以考虑将国有资本收益的一个比例作为薪酬，这样的薪酬安排旨在强化激励以提升国有资本经营效率。

## 改革国有资产监管机构

国有资产监管机构的职责定位仍然是履行出资人职责，但它直接面对的是混合所有制母公司，它要对混合所有制母公司的国有资产履行出资人职责。这时就要让渡其目前的董事会权力，归位于真正的出资人身份。对此，国有资产监管机构需要做出自身权力的调整。

第一，不再任免集团母公司高管。国有资产监管机构直接任免国企高管，这是国企高管管理中很多问题的根源所在。如果将国企高管任免权力交给董事会，高管能上能下，薪酬能增能减自然就成为现实。

第二，不再核定企业主业、主业投资项目、非主业投资项目、企业发展战略审批等。这些事项都交给董事会决定，国有资产监管机构若有诉求应通过在董事会中提出建议来实现。

第三，不再决定企业的合并重组、关闭破产。这些事情应由董事会决定，其程序及相应工作规则按国家有关规定或企业内部制度来实行。

第四，不要求企业发布社会责任报告、编制风险管理报告等事宜。这些事项应由企业自行决定，国有资产监管机构不能做强制性要求。

第五，沟通与交流的方式应由国有资产监管机构与企业协商确定。作为一个真正的出资人，国有资产监管机构只拥

有国有股东权力，由原来的“管资产、管人和管事相结合”转变为“管资本、管人和管事相结合”。虽然仍是“三管”，但其内涵已经截然不同，而且更重要的是，国有资产监管机构要严格依据相关法律法规来规范自己。

管资本。这里所说的资本是国家对企业各种投入所形成的国有股权。对于国有出资人来说，国有股权就是其资产，即企业国有资产。管资本则是关注国有股权收益，确定其预期收益水平；评估其保值增值状况；批准国有资本投资运营公司在集团母公司增加或减少国有股权的方案，进而决定国有股权在国家出资企业的配置。

管人。着重选派好集团母公司国有股权董事。对派出董事的工作业绩进行评估，确定其薪酬的决定规则。同时，建立派出董事的后备队伍，以便及时填补空缺的国有股权董事岗位。

管事。这主要是做好以下几个方面：一是建设好董事会。国有资产监管机构要承担起建设好董事会的职责，建立能够真正对投资者承担责任的董事会，这也是国有资产监管机构履行好出资人职责的工作重点。二是编制国有资本经营预算。国有资本投资运营公司利润要上交给国有资产监管机构形成国有资本经营收入。国有资本经营预算支出主要分为两部分：作为国有资本对集团母公司的再投入和纳入财政预算用于民生。三是决定国有股权在集团母公司的增加或减少。国有资产投资运营公司提出国有股权在集团母公司增加或减少的方案，报国有资产监管机构批准后由国有资产投资运营公司来操作实现。四是知晓集团母公司的重大事项。企业财务预算和决算、半年和年终财务报表、重大投资项目安排、高管任免、董事会会议等事项需报送国有资产监管机构备案。五是监督检查集团母公司的高管行为。国有资产监管机构对集团母公司的高管违纪行为负有查办责任。对于出现的违纪行为，国有资产监管机构组织部门要视情况做出纪律处理。六是负责企业集团党的建设工作。建立各层级的党组织，使其有效地发挥作用。

## 明年银行负债成本压力料缓解

□交通银行金融研究中心首席金融分析师 鄂永健

2018年，在经济下行压力逐渐加大、货币政策从稳健偏紧转向稳健偏松、金融严监管继续但有所缓和的外部环境变化下，商业银行资产负债格局呈现出规模增速放缓、同业和非标资产占比继续下降、信贷占比进一步上升、存款增速小幅回升但仍较低等特征。展望2019年，预计商业银行资产负债总体格局将延续2018年的演变趋势，但也将显示出不同的特征。

### 信贷占比上升受限

上半年，货币与监管政策总体仍然偏紧，受此影响，存款增速延续2017年以来的放缓态势，其他存款性公司总负债中的对非金融机构及住户负债余额同比增速从上年末的7.8%下降到2018年6月末的6.7%。

下半年以来，货币定向宽松力度加大，整体流动性状况有所改善，信贷投放加快导致存款创造增多，相应存款增速也逐步回升，截至9月末，该增速小幅回升至7.5%。从占比来看，9月末对非金融机构及住户负债余额占比为62.0%，较上年末小幅上升0.63个百分点。银行继续加大非存款负债拓展力度，债券发行（金融债券和同业存单）规模稳步扩张，其在总负债中的比例从2017年12月末的9.1%上升到2018年9月末的9.3%。

受政策调整的影响，对央行负债（逆回购、MLF等）也经历了先降后升，9月末央行负债占比为3.8%。此外，在资管新规限制银行发行保本理财的影响下，多数银行选择用结构性存款进行替代，这导致结构性存款增长较快。截至9月末，商业银行结构性存款余额达10.1万亿元，同比增速高达45.7%，其在总存款中的占比6.3%，较上年末提高了1.67个百分点。

2019年，预计国内经济下行压力较大，物价涨幅趋缓，实体经济整体融资需求增长相应也会有所放缓，信贷需求强度下降，银行业整体资产增速难以快速增长，预计年末商业银行总资产增速在6%-7%（银保监会口径）。尽管节奏和力度有所缓和，但金融监管规范化、制度化、全覆盖的大方向已定，资管新规、理财新规等一系列监管新规已经开始实施。较之监管细则没有发布之前，同业、非标等资产增长会有一定程度恢复，但也可能回到之前的快速增长轨道。

在此背景下，信贷融资仍将占据主导，信托贷款、委托贷款等表外融资仍不乐观。但在信贷需求强度下降、整体利率下行的背景下，银行可能倾向于加大债券券、特别是利率债和高等级信用债的配置力度、债券投资加大可能限制信贷资产占比继续上升。

综合分析，主要受银行加大债券投资的影响，预计信贷在银行总资产中的比例或难以进一步攀升，可能保持在50%-51%的高位。考虑到供需形势变化，贷款加权利率很可能结束上升趋势，开始趋于下行。事实上，尽管2018年以来一般贷款加权利率持续上行，但利率上浮贷款占比已经开始下降，这预示着未来贷款利率进一步上升的动力不足。

### 存款压力上升具有长期性

2018年以来房地产成交增速持续下行，但表现出一定韧性，个人住房贷款保持平稳增长。2019年，房地产市场调控力度总体仍从严从紧，不会大幅放松，预计个人住房贷款需求延续平稳增长的态势。与此同时，在经济下行阶段，企业信贷需求强度不足，尽管基建投资有望加快，但预计也不会快速大幅增长，因而对信贷的带动作用不会太大。

而从银行的资产配置意愿来看，一方面是企业信贷需求本身放缓，另一方面，在企业盈利下降、违约风险增加的情况下，优质资产相对稀缺，相比之下，个人住房贷款因有抵押而相对更有保障，因而银行也会倾向于加大个人住房贷款的配置力度。2019年新增居民户中长期贷款占比或小幅上升，预计年末上升到33%-35%。

2019年，商业银行为提高资产收益将继续逐步加大对信用卡、消费金融等领域的投放力度，预计个人短期消费贷款有望逐步加快发展。受政府引导和要求金融机构加大民营经济和普惠金融支持力度的推动，加之货币政策继续开展定向调控，以及银行自身寻求差异化经营，预计民营和小微企业贷款投放也将进一步有所加大，占比有望明显上升。

在流动性总体较为充裕、利率水平趋于下降以及鼓励发展直接融资等因素的共同驱动下，预计2019年债券市场、特别是利率债看好，有望迎来一波上涨行情。在此背景下，商业银行相应也会加大债券类资产配置力度以获取较高收益，债券投资在总资产中的比例有望提高。在财政政策更为积极、基建投资发力的情况下，预计2019年国债和地方政府债的规模依然较大，考虑到地方债的免税因素，以及央行将其纳入了质押债券范围，银行投资地方债的吸引力依然较大。政策性金融债等收益率稳定的利率债券也将继续受到银行青睐。信用债方面，尽管违约风险上升会降低银行配置意愿，但在政府加大民营经济支持力度的引导下，预计会有一系列优惠措施出台，银行进而会加大对相关信用债的投资。

在流动性合理充裕的背景下，预计2019年银行负债成本压力有所缓解，存款增长继续改善。特别是2018年四次定向降低准备金率，以及预计2019年可能有2-3次的定向降准，将进一步增加银行可用资金，改善市场流动性。尤其是流动性充裕条件下基金、理财等收益率下行，存款分流的压力持续有所减轻，将继续缓解银行的负债成本压力，预计银行存款增长将延续总体缓慢恢复的态势。

但同时也要看到，在利率市场化持续推进、存款理财化的大趋势下，银行存款被分流、存款压力上升具有长期性，特别是对客户基础不够扎实的银行来说，存款吸收压力依然很大。结构性存款作为替代保本理财的主要工具仍将保持高速增长，但若对其出台严格监管措施，其规模扩张或受到限制。同时银行将持续强化同业存单、债券发行等非存款负债的拓展力度，随着央行公开市场政策工具不断丰富，商业银行从央行借款将成为常态，对央行负债占比继续保持在高位。随着国家鼓励和支持绿色金融发展力度加大、步伐加快，在金融监管趋严、负债成本压力上升的情况下，绿色金融债券有望成为银行负债来源的亮点，值得密切关注。

# 半年内降准仍是大概率事件

进展的体现。

11月，虽然受监管影响影子银行领域融资延续下降，但得益于直接融资的发展，当月社会融资规模增长连续第3个月超越信贷增长。11月份的企业债券净融资3163亿元，同比多2310亿元；非金融企业境内股票融资200亿元。资本市场上融资的恢复增长，表明金融市场上直接融资功能得以恢复，也说明金融监管强化对市场融资功能的冲击，已基本消退。

监管强调金融经营的规范化，强调风险防范，使得非规范经营的影子银行运行空间受到压缩，资金回流到资本市场和银行间市场。因此，即使影子银行领域的融资持续受到压缩，社会资金的紧张程度并未上升，金融市场利率下降格局不变。从具体渠道看，11月份非信贷渠道中除了股票融资和债券融资有增长外，其它渠道延续了下降态势，其中委托贷款和外币贷款减少较多，表明监管规范后影子银行受到限制，资金“脱虚向实”得到切实发展，社会融资结构回归商业银行渠道的态势仍然延续。

伴随金融监管的改善和创新业务的规范，同业业务日益规范，M1逐渐下落至M2下方，并将长期延续。货币结构的这种改变，意味着货币活性的降低，货币追逐短期收益的动能下降，意味着资金“脱实向虚”的态势将得到缓解。

### 对经济和市场支持效应上升

2018年信贷增长的部门分布变化，最显著的特征是企业部门信贷比重的回升，表明金融支持企业的力度加大，经济内生增长动力增强。在经济低迷时期，企业信贷需求减弱，企业部门的信贷新增规模和占比都下降，银行信贷增长主要来自于居民部门的增长，居民部门信贷需求的增长，主要受楼市影响。

在银行信贷配给下，企业部门信贷的复苏，主要是银行加大对企业部门信贷投放的结果。伴随着楼市调控政策的持续，银行对企业部门的信贷投放偏好也将持续，信贷扩张对

经济活动的支持作用也将得以提高。

货币政策已表现为边际放松，市场对货币边际放松也已成为共识。货币边际放松已带来了利率体系的普遍下移，11月份同业拆借加权平均利率为2.49%，比上月末高0.07个百分点，比上年同期低0.43个百分点；质押式回购加权平均利率为2.46%，比上月末高0.07个百分点，比上年同期低0.54个百分点。

在经济平稳的情况下，笔者认为我国货币增长短期中性区间为8%-10%（M2同比增长速度），8%-9%区间为中性偏紧，低于8%或将对经济平稳和市场风险管理产生影响。当前货币实际增速在政策合意区间下限，未来货币增长或有进一步回升。货币边际放松后，中性偏紧的状态将改变。出于稳经济和防风险的需要，货币增长适度提高有着一定的空间，同时也不会妨碍“去杠杆”政策的实施。

笔者认为，央行3-6月内再降准仍是大概率事件。货币当局在政策组合中增加降准动作，将使货币政策操作转向实质扭转操作——“收短放长”，着手改善货币结构，预计未来我国基础货币投放结构长期化发展的改善趋势仍将延续，金融对经济的支持作用也将进一步增强。2017年，我国中长期流动性已得到明显改善；2018年的短期流动性也已得到较大程度改善。货币环境的改善，将有助于中国经济和资本市场的稳中向好创造必要条件。