

# A股五大结构性机会显现

## 政策信心锚定 A股投资循三主线

□光大证券策略分析师 谢超

举世瞩目的中国共产党第十九次全国代表大会于10月24日胜利闭幕。大会提出了一系列新论断、新思路和新观点,提出“中国特色社会主义进入新时代”,“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。新时代下,资本市场有哪些掘金机会?建议重点把握新增长动力、新行业加速、新产业组织、新开放局面以及新区域亮点五大机会。

### 新增长动力:消费才是真成长

当前,我国经济的一大不平衡体现在投资与消费的不平衡方面。长期以来,我们依靠高投资来推动高成长,这在过去“资本稀缺、劳动过剩”的旧要素格局下具有经济合理性,但也造成了经济增长动力的不平衡问题。伴随着我们的要素格局日益转向“资本不再稀缺,劳动不再过剩”的新格局,过度依赖投资的弊端日益显现。而且,由于劳动不再过剩意味着劳动边际报酬上升,资本不再稀缺意味着资本边际报酬降低,投资大干快上已经不再具备经济上的合理性。

因此,从经济增长动能切换的角度看,实现由投资驱动向消费带动的转变是经济增长动力再平衡的内在要求,也是在新的要素格局下,符合经济发展规律的自然演变。事实上,近些年来,伴随着要素格局的转变与过去几十年积累的财富效应,支出法下居民消费占比稳步提升,日益成为经济增长不容忽视的拉动力。

如何把握新增长动能下的消费机遇?建议把握两条逻辑线:一是消费升级。十九大报告明确提出“人民日益增长的美好生活需要”,多次提出“人的全面发展”。消费升级利好可选消费品行业。二是报告提出“履行好政府再分配调节职能,加快推进基本公共服务均等化,缩小收入分配差距”,这将有助于提高全社会的边际消费倾向。

今年前两个季度,农村消费持续高增长,明显比城镇消费增长得更好,是什么在支撑农村消费高增长呢?答案是占了农村可支配收入约20%的转移支付。上半年面向农村的转移支付增速持续提升,不但直接增加了农民的可支配收入,更重要的是这意味着国家对农民生活保障的承诺增强,有利于降低预防性储蓄,提高农村的消费倾向。无论是弹性更大、更受益于消费升级的可选消费品,还是更具有防御性、更受益于缩小收入差距的必需消费品,在未来由投资驱动向消费带动转变的阶段,都将体现出最佳的“真成长”属性。

催化因素:1、劳动年龄人口增量趋势下滑;2、转移支付等缩小收入差距的力度加大;3、开征房产税,炒房得到抑制。

### 新行业加速:补短板催生新行业

新旧要素格局的切换是导致主要矛盾变化的重要原因,20-59岁劳动年龄人口在2008年达到高峰后进入趋势性下滑阶段,“十三五”期间或正式进入负增长阶段,这意味着要素投入型增长模式难以维系,经济增长转向依靠提高TFP(全要素生产率)刻不容缓。

十九大报告提出“以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率”。在去杠杆、去库存、去产能、降成本、补短板的五大任务中,前四项属于存量改革,补短板属于增量改革。过去两年,存量改革均取得较大进展,增量改革有待加速,这成为未来最主要的看点。

从补短板的角度配置行业,有加法 and 减法两条思路。其中,加法补短板主要是指通过发展新技术、突破制约产业发展的瓶颈来提升TFP。十九大报告明确提出“加快建设制造强国,加快发展先进制造业,推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”。从这个思路出发,主要推荐关注TMT里面的人工智能等,长期受制于人的半导体、芯片等涉及精密制造的行业,以及存在明显短板的军工和农业领域。

减法补短板主要涉及环保领域。旧要素格局中,劳动者迫切需要增加收入,对环境的需求并不强。伴随着劳动力不再过剩,劳动者对于环境的需求日益增强,而污染具有很强的外部性,依靠市场的自发力难以改变。十九大报告提出“建成富强、民主、文明、和谐、美丽的社会主义现代化强国”,要求“加快生态文明体制改革,建设美丽中国”,并设定了在2035年基本实现“美丽中国”的时间表。

对劳动者环保诉求的积极响应已经转化为政策上日益严格的环境约束,无论是关停并转还是搞环保处罚、排污权、环保税等,最终目的都是减少环境污染,建设美丽中国。预计废气、污水、危废处理和土壤修复等环保行业将直接受益于环保约束的增强,新能源汽车、天然气与可再生能源、废弃资源回收与再利用等环境友好型产业将迎来加速发展的机遇。

催化因素:1、鼓励加大研发支出的政策落地;2、科研体制改革;3、PPP推进加快。

### 新产业组织: 周期产业组织重构中的个股机会

由于要素禀赋格局的变化,我国经济增长由高速进入中高速增长的新常态。在此背景下,投资增速短期难以大幅、快速上行,投资需求大概率处于小幅波动或平稳下滑的态势,这意味着煤炭等周期品普遍存在产能过剩问题。既然如此,如何解释2016年以来煤钢价格大涨?

答案在于周期品的减法红利。在这一轮的煤钢行情中,减法红利对于满足短期的政策诉求和改善周期企业盈利而言,都起到了立竿见影的效果。但也或多或少地造成了利益重新分配上的再扭曲问题,例如煤炭企业盈利虽然改善,但火电企业出现盈利大幅下滑。预计周期品的现有减法红利将会边际趋弱,在需求平稳下滑的背景下,将对煤钢等周期品板块形成一定压制。

但这并不意味着周期股彻底没有了机会,周期品还有另外一种市场化的减法红利有待释放,即重构产能过剩行业的产业组织结构。从产业组织的角度看,普遍以国企为主的周期行业,产业集中度低、过度竞争严重,导致过剩产能问题。未来政策目标更多转向经济与社会并重,有助于边际弱化以国企为主的产业组织重构难度。而产业集中度提升有助于提高单个企业的市场谈判力,进而改善其盈利能力,形成行业内部的个股机会。

近年来,虽然已经有了“宝武合并”、“中国神电”等案例,但这仅是序幕,预计产能过剩的周期行业有望迎来更多、更大范围的产业组织重构,以产业组织重构为特点的国企改革有望加快,煤钢等周期行业将迎来以个股机会为主的阶段。

催化因素:国企改革。

### 新开放局面: 金融走进来, 实体走出去

新要素格局下,我国存在消化过剩资本的需要,一个合理的选择是将资本输出到人口红利正盛的亚非地区,通过国内过剩资本与国外过剩劳动力的结合,在海外扩大市场,改善资本收益率,有助于改善相关上市公司盈利能力。这有点类似于很多美国本土上市公司股价之所以表现良好,并非是因为美国国内市场好,而是因为美国国内资本在国际市场上寻找到了更高回报的机会。

此外,我们面临着加大对外开放的新形势。十九大报告明确指出“开放带来进步,封闭必然落后。中国开放的大门不会关闭,只会越开越大”,要“大幅度放宽市场准入,扩大服务业对外开放”。中国金融服务业存在进一步扩大对外开放的需要,而从之前的中美百日贸易谈判初步成果看,美国对中国有开放金融服务业的诉求。与此同时,美国急需更新基础设施,中国恰恰在旧要素格局中积累了丰富的基建产能,中美基建合作是双赢的好事。因此,预计未来金融走进来和实体走出去,有可能出现某种形式的交集。

金融开放的短期效果需要结合具体政策来评估,但中长期看,金融板块中,行业竞争属性更强的券商或更受益,银行短期的主要催化剂来自于周期企业资产质量改善(后续主要受益于产业组织重构)与经济周期边

际走弱下的相关政策应对预期;实体领域中,基建和装备制造等行业中的龙头企业将更受益。

催化因素:金融开放方案落地(2017年10月13日-14日,在36届国际货币与金融委员会会议中,周小川表示,中国将进一步扩大金融业对外开放)。

### 五、新区域亮点: 地域上的结构性机会

新时代下,主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾,在制约满足人民日益增长的美好生活需要的因素中,一个重要方面就是区域发展不平衡,其中,新疆、贵州、广西等省份将受益于中央力推的扶贫与“一带一路”战略。

城市方面,我国城市化率刚刚过半,在主要经济体中仅高于印度,与发达国家相比,存在较大差距,我国城市化进程有很长的路要走。未来可以更多关注郑州、武汉、重庆、西安等区域中心城市“晋升”新一线城市的机会。

新区域亮点的另一个机会来自于承载新需求。新时代下,“不断促进人的全面发展、全体人民共同富裕”,意味着劳动者的旅游休闲等消费需求空前增强,除了需要相关产品的满足外,还需要有相关区域作为新消费需求的地理集中承载地,利好海南作为旅游休闲岛的全面升级。

再者就是承载新机制。在新时代下,十九大报告提出“实施区域协调发展战略”,这是解决区域不平衡发展的一个重要机制,京津冀一体化将成为探索地方合作机制的表率。此外,十九大报告提出“深化农村土地制度改革,完善承包地三权分置制度。保持土地承包关系稳定并长久不变,第二轮土地承包到期后再延长三十年”。在农业资源上具有比较优势的东北,会否成为农业新机制的承载地,值得关注。

催化因素:1、加速推进城市化;2、加大区域平衡发展力度;3、加快打造新需求和新机制承载地。主要关注相关政策进展。

### 六、风险提示

- 1、短期风险偏好降低。
- 2、美国货币政策超预期紧缩。
- 3、房地产市场超调,金融周期超预期剧烈调整。

□申万宏源策略 傅静涛 王胜

中国共产党第十九次全国代表大会于10月24日胜利闭幕。对于资本市场而言,政策信心锚定,寻找受益于中国转型发展的细分方向有了基础。具体来说,我们重点关注以下三个方面。

(1)与十八大强调“落后的社会生产”相比,十九大则强调“不平衡不充分的发展”,前者的重点是提高效率,后者的重点是结构调整。值得注意的是,“调结构”不仅要在历史遗留的风险和问题上做减法,还要在未来发展方向上做加法。与此相对应,以金融去杠杆为代表的“防风险”工作仍将继续,但以建设制造业强国为代表的“补短板”工作是下一阶段最大的边际变化。对应驱动A股市场的宏观环境将由“经济有韧性+宏观流动性中性偏紧”逐渐转到“经济有韧性+改革预期支撑风险偏好”上来。

(2)十九大报告对资本市场的指示意义,集中在经济发展方向的政策导向上。2017年之前,供给侧改革与国企改革重点放在产能过剩的上游资源品去产能上。未来,预计供给侧改革的重点将转向建设制造强国。与十八大对制造业仅有“发展先进制造业”的简短论述相比,十九大对制造业的定位更高,布局更加细化。2018年围绕制造业寻找高景气的细分方向正当其时。

我们注意到,工信部主导的《制造业单项冠军企业培育提升专项实施方案》已公布第一批试点,第二批试点正在申报,这为我们精选制造业重点的细分方向和相关龙头个股提供了直接的参考。

细分行业方面,我们重点关注5G、光伏、新能源汽车、高铁、军工、AI和消费电子等中国企业在产业链上已获得关键卡位的方向。

(3)民生观瞻功在当代,利在千秋。民生观瞻是一直以来政策布局的重点方向,而近几年与过去相比最大的变化,正是在于针对民众普遍关注的民生问题,给出行之有效的实施方案,其中变化最大的两个方向是环保和房地产。十九大再次确立了这两个方向的重要地位。

“像对待生命一样对待生态环境”,并进一步强调了“金山银山不如绿水青山”的观点,以及打好三个攻坚战论述“防范风险、精准扶贫、污染防治”。我们认为从2017年开始,环保行业大发展的时代已经开启。我们依然以先治大气,再治水,最后治土壤顺序关注环保行业的投资机会。

与环保问题同样重要的房地产问题方面,我们认为,在限购限售、租售同权和共有产权的政策导向下,房地产市场的波动性和流动性将有所降低,稳定性将明显增强。最终影响将是企业成本的降低,将有助于建设制造强国目标的实现。

“谋定而动”未来30年,中国经济发展的中长期布局已经明确。未来,中国经济治理的重点将从提高效率逐渐转向结构调整。而结构调整既要去做减法“去杠杆”,也要去做加法“补短板”。未来做加法的重点是“建设制造强国”、“建设创新型国家”,我们据此重点关注“制造+创新+景气”方向的投资机会。民生观瞻相关政策进入加速落地阶段,环保和房地产长效机制是重点,关注环保行业加速发展期来临的投资机会。

# 中国梦 航天梦

## 让每个孩子拥有良好的科学素养

青少年科学素养的培养是基础教育阶段的重要内容,亦是青少年科学精神、独立人格和创新思维的形成途径。

桂馨科学课项目旨在推动青少年良好科学素养的培养和科学教育的发展。桂馨基金会是目前国内唯一关注青少年科学素养培养和科学教育改革的公益组织。经过近五年的实践和探索,桂馨科学课项目形成了包括三个工作方向的项目体系:1、科学教师系列培训 2、科学教育专业人才培养 3、科学教育研究。

地址:北京市朝阳区东三环中路39号建外SOHO西区17号楼1101室 100022  
 电话:86-10-5900 4761/62  
 网站:www.greenandshine.org  
 邮箱:guixin@greenandshine.org

北京桂馨慈善基金会  
 BEIJING GREEN & SHINE FOUNDATION