

张馨元 执业证书编号: S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

藕文 执业证书编号: S0570517080001
研究员 021-28972082
ouwen@htsc.com

陈莉敏 执业证书编号: S0570517070003
研究员 021-28972089
chenlimin@htsc.com

钱海 执业证书编号: S0570518060002
研究员 021-28972096
qianhai@htsc.com

胡健
联系人 hujian013575@htsc.com

相关研究

- 1《策略: MSCI 扩容, 外资进击时》2019.03
- 2《策略: 粤港澳规划落地, 开放迈入新时代》2019.02
- 3《策略: 科创板引领资本市场改革进行时》2019.01

从更重结构性到周期性结构性并重

2019 年政府工作报告解读

政府工作报告中核心矛盾的变化正向影响 A 股大势

今年的政府工作报告相比过去两年, 核心矛盾的变化是: 从更重视结构性问题, 转为周期性与结构性问题并重, 这一变化延续了去年底中央经济工作会议的思路。我们认为, 结构性问题可归结为四大经济部门和新老产业的资产负债表问题, 而周期性问题可归结为利润表问题, 在经济周期性回落+外部环境恶化阶段, 偏重结构性问题而主动收缩逆周期部门的资产负债表, 会带来股市的“戴维斯双杀”, 而政策核心矛盾的转变影响 A 股市场从“戴维斯双杀”逐步转为“戴维斯双升”。具体政策方面, 重视增值税改革、设备更新和技改、资本市场改革、产业关键词和长三角一体化。

深化增值税改革, 毛利润高的制造业行业受益更大

政府工作报告指出, 2019 年深化增值税改革, 将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%, 将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%, 确保主要行业税负明显降低; 保持 6% 一档的税率不变, 但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施, 确保所有行业税负只减不增, 继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。微观层面看, 增值税是价外税, 若不考虑定价权, 税率变化并不直接影响企业利润; 总体来看, 根据我们的测算, 增值税率从 16% 降至 13% 后, 制造业减税规模有望达到 6500 亿元, 其中毛利润越高的行业其税负减轻幅度越大。

重视设备更新和技术改造, 挖掘中游设备类企业的机会

政府工作报告指出“支持企业加快技术改造和设备更新, 将固定资产加速折旧优惠政策扩大至全部制造业领域”。技术改造和设备更新既是经济的主要需求来源, 又是供给端效率提升的要求, 符合周期性与结构性并重的政策思路。目前企业、政府、居民、金融四大经济部门中, 企业特别是头部企业的资产负债表相对较好, 推动这部分本就存在的需求释放, 是比较重要的政策。对应到股票市场的投资机会, 我们认为可以在中游设备企业挖掘机会。

重视供给侧改革内涵的第二次变化, 挖掘资本市场改革主线的机会

政府工作报告强调“坚持以供给侧结构性改革为主线, 在‘巩固、增强、提升、畅通’八个字上下功夫”。自 2016 年供给侧结构性改革理论提出以来, 其内涵发生过两次变化, 每次变化也对应着重点工作的变化: 2016~2017 年, 核心是“三去一降一补”; 2018 年变为“破、立、降”; 而 2018 年底, 则变为“巩固、增强、提升、畅通”。这两次变化中, 第一次新增了“立”, 也即制造强国, 第二次新增了“畅通”, “畅通”对应的是金融体系建设和资本市场改革。我们认为, 资本市场改革是今年从政策角度出发的重要投资主线之一。

产业关键词中关注目前压力较大的汽车, 区域主题重视长三角一体化

政府工作报告中的产业关键词包括 (1) 传统产业: 工业互联网、智能+、技术改造和设备更新; (2) 新兴产业: 大数据、人工智能、新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料、互联网+; (3) 消费领域: 社区养老、婴幼儿照护、旅游产业、汽车、农村流通网络; (4) 基建领域: 铁路、公路、水路、城际交通、物流、市政、灾害防治、旧城改造、民用和通用航空、信息基础设施。上述领域均有关关注价值, 其中目前压力较大、但后续可能边际变化也较大的行业是汽车。区域经济主题方面, 建议重点关注上升为国家战略的长三角一体化。

风险提示: 经济形势和外部环境变化较快下, 政策方向或会在 4 月、7 月、10 月的讨论经济形势及经济工作的中央政治局会议上作微调; 中美贸易摩擦加剧、海外风险市场波动加大; 企业盈利增速下行幅度超预期。

政策核心矛盾转变对 A 股大势的影响分析

我们认为分析包括政府工作报告在内的中央政策对股市的影响，首先需要明确决策层所判断的核心矛盾是什么。抓核心矛盾的转变是政策解读的根本，今年的政府工作报告，相比过去两年的政府工作报告，其核心矛盾的变化是：从更重视结构性问题，转为周期性问题与结构性问题并重。这个变化是延续了去年 12 月 22 日中央经济工作会议的思路。2016 年~2018 年，中央的整体经济思路侧重于结构性问题、主要从供给端着手，而 2018 年 12 月的中央经济工作会议时隔六年再提逆周期调节，这次政府工作报告延续了这一基调，重视周期性问题、重视需求端发力。

我们如何思考这个核心矛盾转变对股票市场的影响呢？对于股票投资人，从三张表的角度来分析会非常清晰。

结构性问题实际上可以归结为四大经济部门（企业、居民、金融、政府）和新老产业（传统、新兴）的资产负债表问题，而周期性问题则可以归结为利润表问题。解决结构性问题的过程通常是某一经济部门或某类别产业缩表，而其他经济部门或其他类别产业扩表的过程，过去一年我们曾想要解决的结构性问题是政府和居民部门的杠杆率问题。在经济周期性修复+外部环境良好的阶段，政策聚焦结构性问题相对会比较顺畅；但在经济周期性回落+外部环境恶化的时候，传统产业在供给侧改革的要求下扩表受限，整体顺周期的企业部门扩表缓慢甚至缩表，而若此时政策仍聚焦结构性问题——本应用于逆周期调节的政府和居民部门继续缩表，导致整体宏观流动性收缩，流动性最好的产能资产也即股票的价格下跌幅度最大，同时，政府和居民部门缩表导致需求收缩→企业利润增速下降，这就是形成了所谓的“戴维斯双杀”。

周期性问题则可以归结为四大经济部门和产业的利润表问题，或者更准确的说，是顺周期的企业部门的利润表问题。利润表影响企业的用工——当企业解决不了需求端的问题，就会想办法降成本，减少用工就是降成本的方法之一，但就业问题是国家政策中不可失守的底线问题。所以，政策在解决周期性问题时的出发点，也是沿利润表思路——降成本+扩需求两方面，也即这次政府工作报告中最核心的两大块：一是减税、降费、降融资成本；二是扩内需，这里的扩内需就包括政府部门不再主动缩表，而是展期降低负债压力，保持足够的支出来逆周期对冲经济下行。在这个过程中，无论是降融资成本，还是降政府部门负债压力，都需要补充流动性。补充的流动性会流入显著低估的资产（站在去年底，A 股市场整体是低估的），同时政府部门减税或基建都对应企业部门的盈利改善，从而形成“戴维斯双升”。

这就是从中央和国家确立的经济核心矛盾→一系列政策预判→对股票市场影响的分析过程。核心矛盾的转变是从去年底的中央经济工作会议开始确立的，对应 A 股市场大势也是从彼时开始发生变化的，这次政府工作报告是去年底会议的延续。

具体重点政策对 A 股投资机会影响的预判

第一，增值税税率下调，毛利润高的制造业行业受益更大

政府工作报告指出，2019 年要继续实施更大规模减税，重点是降低制造业和小微企业税收负担，如将制造业等行业现行 16% 的增值税税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的增值税税率降至 9%，保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档。微观层面看，增值税是价外税，对企业的影响并不是直接的，具有较强议价能力的公司减税带来的效果更好；总体来看，根据我们的测算，增值税率从 16% 降至 13% 后，制造业减税规模有望达到 6500 亿元，其中毛利润越高的行业其税负减轻幅度越大（详见 3 月 5 日发布的报告《结构性减税，制造占优》）。

第二，重视设备更新和技术改造，挖掘中游设备类企业的机会

政府工作报告指出“支持企业加快技术改造和设备更新，将固定资产加速折旧优惠政策扩大至全部制造业领域”。技术改造和设备更新既是经济主要的需求来源之一，又是供给端效率提升的要求，符合周期性与结构性并重的政策思路。目前企业、政府、居民、金融四大经济部门中，企业特别是头部企业的资产负债表相对健康，推动这部分本就存在的需求释放，是比较重要的政策。对应到股票市场的投资机会，我们认为可以在中游设备企业挖掘机会。

第三，重视供给侧改革内涵的第二次变化，挖掘资本市场改革主线的机会

政府工作报告强调“坚持以供给侧结构性改革为主线，在‘巩固、增强、提升、畅通’八个字上下功夫”。自 2016 年供给侧结构性改革理论提出以来，其内涵发生过两次变化：2016~2017 年，供给侧结构性改革的核心是“三去一降一补”；2018 年变为“破、立、降”；而 2018 年底的中央经济工作会议上，则变为八个字“巩固、增强、提升、畅通”。这两次变化中，“破立降”相比于“三去一降一补”，多的是“立”，也即制造强国，而去年底至今的八个字，相比“三去一降一补”、“破立降”，多的是“增强”和“畅通”，“增强”对应的是企业主观能动性，“畅通”对应的是金融体系建设和资本市场改革。新加入的“畅通”非常重要，对应资本市场改革是今年从政策角度出发的重要投资主线之一。

第四，产业关键词中关注目前压力较大的汽车，区域主题重视长三角一体化

我们梳理了政府工作报告中各大类产业的关键词：（1）传统产业：工业互联网、智能+、技术改造和设备更新；（2）新兴产业：大数据、人工智能、新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料、互联网+；（3）消费领域：社区养老、婴幼儿照护、旅游产业、汽车、农村流通网络；（4）基建领域：铁路、公路、水路、城际交通、物流、市政、灾害防治、旧城改造、民用和通用航空、信息基础设施。上述领域均有关关注价值，其中目前压力最大、但后续可能边际变化也较大的行业是汽车。区域经济主题方面，继续关注粤港澳、雄安、长三角、海南，其中相比去年政府工作报告有变化的是长三角和海南，但两个区域的战略重要性的提升在去年下半年的政策文件中已有体现，市场已有预期，我们建议重点关注长三角一体化，因为其上升为了国家战略。

风险提示

- 一、经济形势和外部环境变化较快下，政策方向或会在 4 月、7 月、10 月的讨论经济形势及经济工作的中央政治局会议上作微调；
- 二、中美贸易摩擦加剧、海外风险市场波动加大；
- 三、企业盈利增速下行幅度超预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_13866

