

日期：2018年11月23日



新兴产业迎快速发展期，投资价值呈现

——2019年市场判断

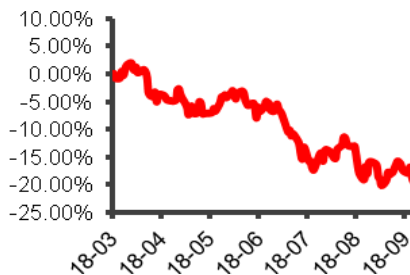
分析师： 王伟力
 Tel: 021-53686165
 E-mail: wangweili@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870510120003

报告编号:

相关报告:

首次报告日期: 2016年11月15日

最近6个月沪深300指数表现(%)



■ 主要观点:

中国经济仍在L型底，但风险已基本呈现

中国经济内部和外部的可能风险都已被市场所预期，下行压力尽管仍然存在，但幅度都在预期的可承受范围内。在政府加强宏观调控，营造稳定改革环境的条件下，新兴产业推进、基础制度调整、监管制度调整等一系列改善经济结构的进度将加快。总体上，中国经济将在L型底保持平稳。

在风险已基本呈现的条件下，市场估值处低位

在各种风险已处于市场预期可接受的情况下，从投资的角度看，市场的估值也进入了低位。用经济的证券化程度指标（即证券市场规模/GDP 规模）把中国市场与全球其它经济体市场作比较，我们已处于50%—55%的位置，而美国、日本、欧洲等国的这一指标已处于100%，甚至120%以上的高位。从历史数据看，50%是低位，70%是中位数，90%以上风险偏高。因此，中国市场相较大部分其它国家市场，整体已呈现较大的投资价值。

上证综指走势判断：2019年进入上升通道

上证综指从5178点的高位经历两轮调整，2449点是本轮调整的底部，市场将进入缓慢上升通道。我们认为，市场从技术上或许还会有一个底部确认的过程，但从长线投资的角度看其影响不大。市场将会在基础制度不断调整，新兴产业和民营经济扶持政策不断落地的基础上，在2019年进入上升通道，并伴随成交量的不断放大。而国家战略新兴产业在这样的背景下，受益产业链上的上市公司会呈现相对更好的表现。

2019年市场热点判断

相对于目前的创投热点，从成长的稳健性、可持续性的年度长线投资角度看，我们更倾向于具体的国家战略新兴产业相关受益产业链，例如军工大飞机和5G基站建设。军工是考虑本轮“十三五”计划，从2016年到2020年，目前其投入和推进力度低于以往，因此其后期的投资弹性可能会较大，而大飞机作为国家战略产业，其民用和军用所涉产业链的产品都将具备成长性。而5G大概率在2020年进入商用落地阶段，随着频谱的确定，其试验和商用的传输网及基站建设将进入快速增长周期。

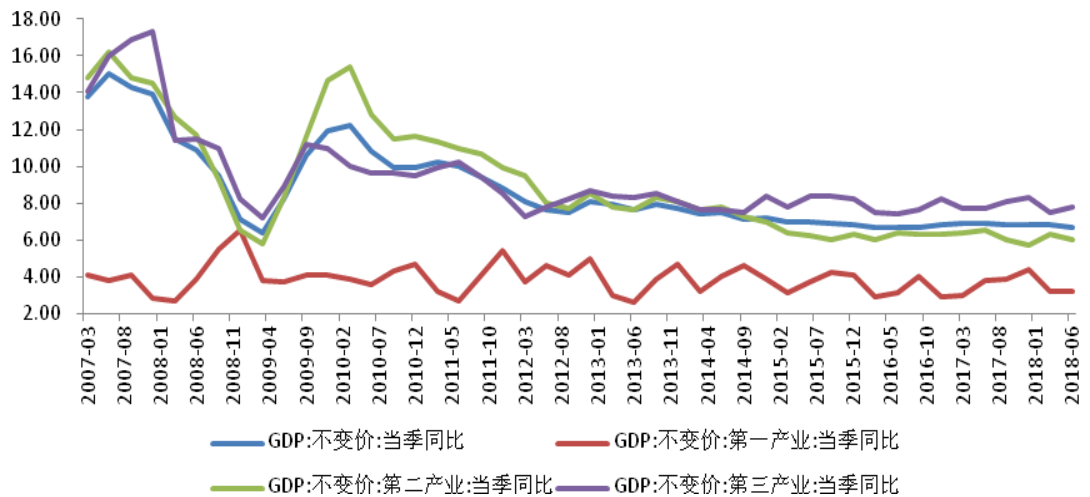
一、中国经济仍在 L 型底，但风险已基本呈现

中国经济在 L 型底保持平稳

中国经济快速降杠杆过程已结束，进入了平稳去杠杆阶段。去库存，淘汰落后产能的过程仍在推进，但其对经济的系统性风险已基本可控。中国的外部环境在经历了中美贸易摩擦的快速发展过程后，也进入了相对稳定的持续对峙阶段，后续的升级手段有限。

因此，我们认为，中国经济内部和外部的可能风险都已被市场所预期，下行压力尽管仍然存在，但幅度都在预期的可承受范围内。在政府加强宏观调控，营造稳定改革环境的条件下，新兴产业推进、基础制度调整、监管制度调整等经济结构改善的进度将加快。总体上，中国经济将在 L 型底保持平稳。

图 1 中国 GDP 当季同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

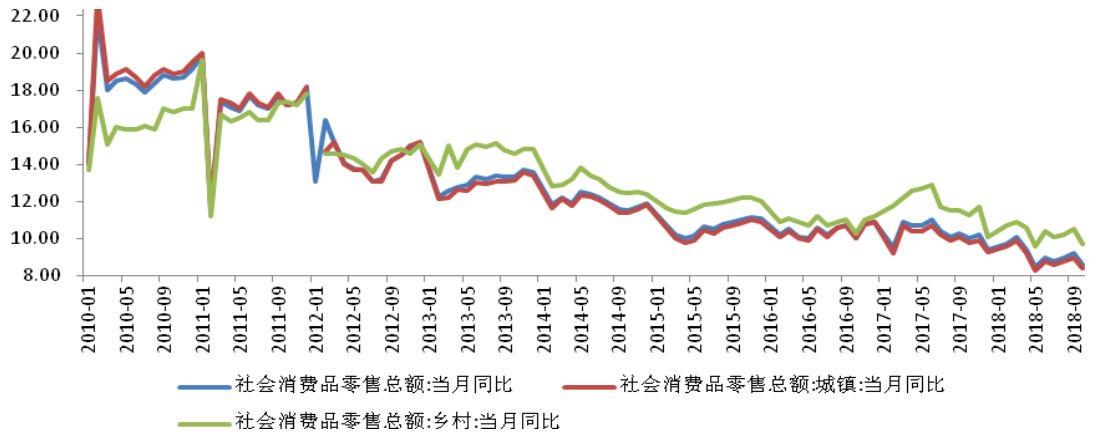
在国内和国外的双重因素下，GDP 前三季度的下行压力较大，市场整体表现低迷。一方面是内部原因：去杠杆和淘汰落后产能的调整过程中，过剩的传统产能在缩减，而新兴产业的新经济增长点未能形成有效支撑；另一方面是外部原因：中美贸易导致的关税增加，对经济增长形成损耗。

GDP 的速度尽管波动不大，但从目前的经济形势看，它在保持着一种缓慢的向下波动，尽管这体现了经济的一种韧性，但也表明中国经济在经历一个结构性调整的阵痛。

部分经济指标仍有下行压力，改革红利仍在初期

社会消费品零售总额 35534 亿元，同比名义增长 8.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 12479 亿元，增长 3.7%。2018 年 1—10 月份，社会消费品零售总额 309834 亿元，同比增长 9.2%。其中，限额以上单位消费品零售额 117177 亿元，增长 6.6%。

图 2 社会消费当月同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

10 月份，城镇消费品零售额 30601 亿元，同比增长 8.4%；乡村消费品零售额 4934 亿元，增长 9.7%。1—10 月份，城镇消费品零售额 265318 亿元，同比增长 9.0%；乡村消费品零售额 44516 亿元，增长 10.3%。

图 3 规模工业增加值当月同比

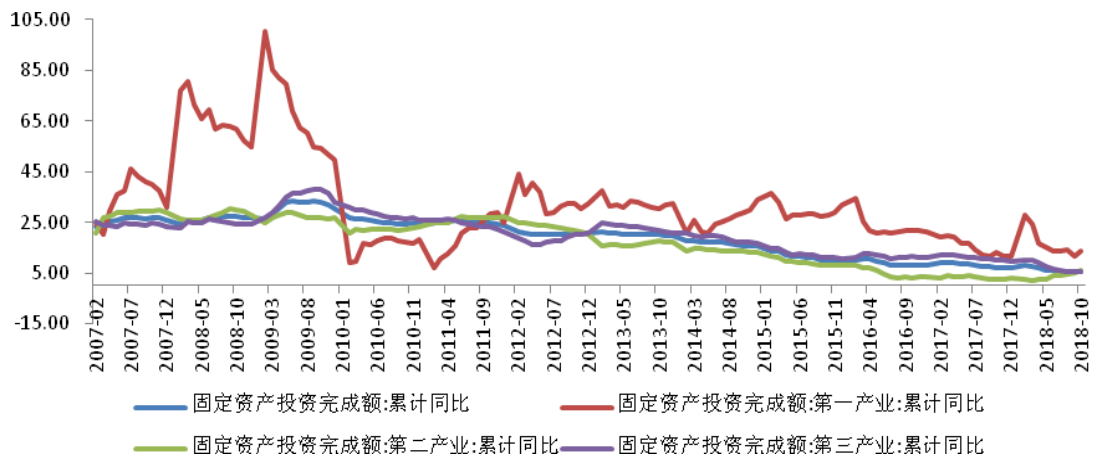


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%，增速比 9 月份加快 0.1 个百分点；环比增长 0.48%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，与 1-9 月份持平。

分三大门类看，10 月份，采矿业增加值同比增长 3.8%，增速较 9 月份加快 1.6 个百分点；制造业增长 6.1%，加快 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%，回落 4.2 个百分点。分经济类型看，10 月份，国有控股企业增加值同比增长 4.6%；集体企业下降 3.6%，股份制企业增长 6.7%，外商及港澳台商投资企业增长 3.9%。

图 4 固定资产投资累计同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2018 年 1-10 月份，全国固定资产（不含农户）547567 亿元，同比增长 5.7%，增速比 1-9 月份回升 0.3 个百分点。从环比速度看，10 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.44%。其中，民间固定资产投资 341343 亿元，同比增长 8.8%。

分产业看，第一产业投资 19378 亿元，同比增长 13.4%，增速比 1-9 月份提高 1.7 个百分点；第二产业投资 204663 亿元，增长 5.8%，增速提高 0.6 个百分点；第三产业投资 323525 亿元，增长 5.4%，增速提高 0.1 个百分点。

我们认为，前 10 个月的宏观经济数据中，工业、投资和消费增速基本都在低位波动，增长动力不足，甚至有下行压力。总体上看，传统落后产能的出清过程仍在延续。而各地大中型钢铁厂的破产事件，可能预示这样的过程进入后半程。不过从政策出台的节奏来看，传统行业集中度将得到进一步的提高，新兴产业的政策扶持和增长动力正在加强，改革的红利仍处初期。

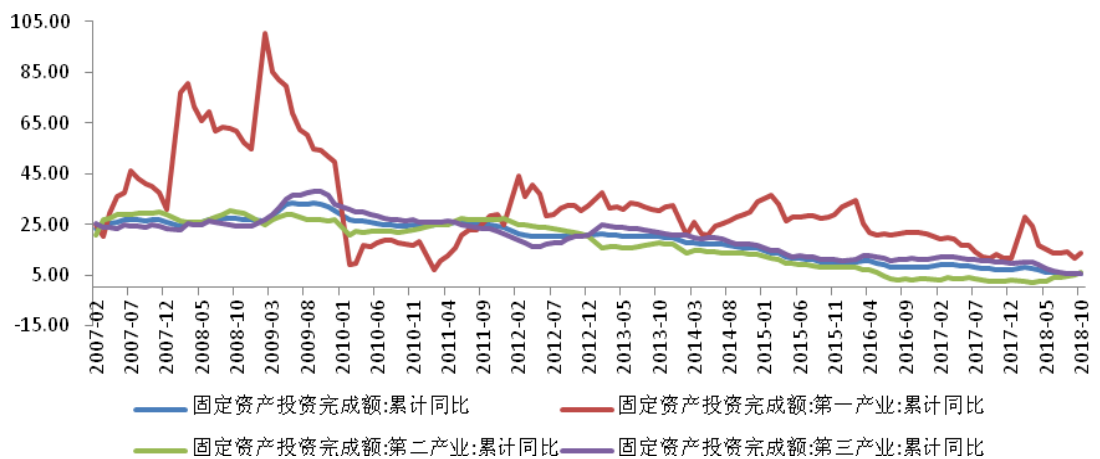
较强的货币流动性调控能力，为改革营造稳定的环境

中国改革需要一个稳定的金融环境，而稳定的金融环境需要顺应全球经济的货币流动和金融发展趋势，在美国基础货币不断收紧，货币乘数不断升高的趋势下，欧洲和日本也在不断加紧结束货币宽松，收紧基础货币，并进入加息周期。中国的货币环境也需保持同步，营造一个相似的稳定的环境，才能减轻汇率压力，顺利完成内部的改革。

由于中国市场化自动调节的能力相对较弱，因此通过顶层设计推动的本轮转型将加速中国新兴产业的发展，这也是比较符合中国国情，以及体现中国体制、制度优势的一种推进方式。这一过程中，需要对抗外部流动性对中国内部经济的影响。而政府较强的宏观调控能力正好弥补这一不足。

中国发展初期，基于吸引外资的需要，基础货币的投放以外汇占款为主要来源。随着中国经济规模的不断扩大，目前这种机制影响到了中国接下的自主发展。因此，我们需要不断把外汇占款的比例向下调整，我们已经把这一比例从 2013 年时的最高位 83% 左右，下降到了目前的 60% 多，宏观调控自身经济流动性的能力得到大大提高。

图 5 外汇占款余额（亿元）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

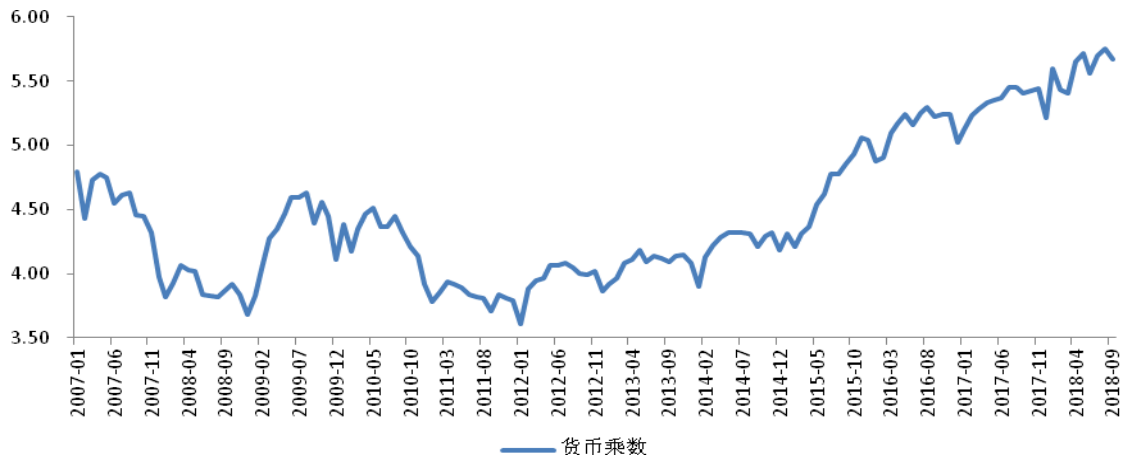
这些手段是要有:从基础货币吞吐的角度看,包括回购和逆回购在内的公开市场操作,以及央行新创设的中期便利借贷 MLF 和抵押补充贷款 PSL 等,这些手段使外汇占款对基础货币的占比下降到了不到三分之二,为自主调控基础货币腾出空间,下一步可能还要继

续下降。另外，从整体调控来看，存款准备金率也是一个效率较高影响较大的手段。

为增强基础货币投放的自主性，央行创设了中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF），并很快从 0 增长到 7 万亿元人民币左右，外汇占款的占比随之下降。其中，中期借贷便利是央行较为常用的工作，目前规模在 4 万亿左右，是三个创设工具的主力。其余两个工具，SLF 规模较小作用不明显，而 PSL 尽管规模也达到 3 万多亿，但是其期限在 3 至 5 年，在操作上不够方便。因此，央行的操作主要在 MLF 上。在原先抵押资产要求 3A 的条件下，MLF 的扩张受限，因此央行将原来的 3A 要求下调到 2A，但是要求绿色行业和小微企业，降低抵押资产信用等级扩大抵押资产范围成为打破瓶颈的需要。这些为进一步加强 MLF 的调控能力做好了准备。

除了前面所提到的 MLF 之外，中国下调高企的存款准备金率也是一个非常直接的手段，而且目前条件为这一手段提供了非常好的环境和机遇。

图 6 货币乘数



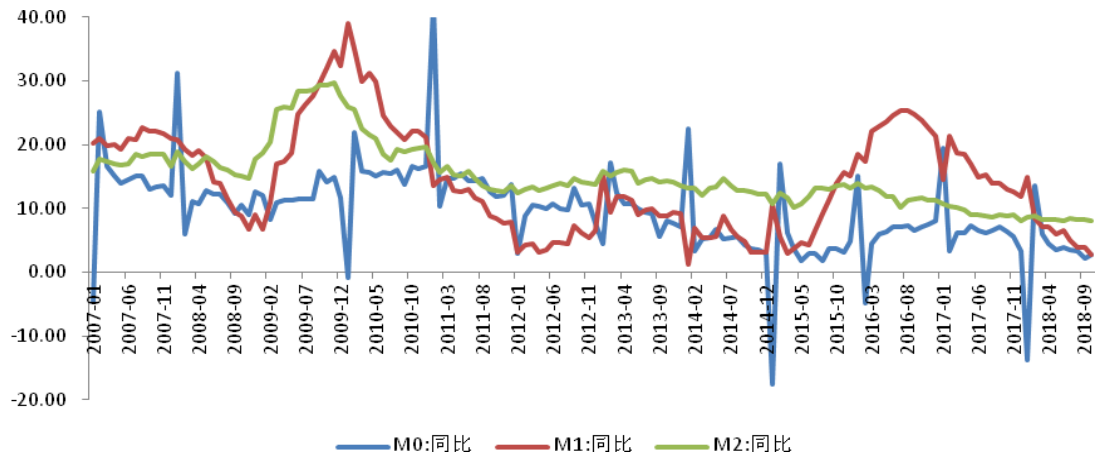
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

从货币乘数看，一般来说是经济增长后，货币效率的提高会形成货币乘数上升，但从我国经济现状看，其持续走高的主要原因可能是存款准备金率的下调。不过结果是我们所需要的，即维持着一种和全球经济趋势同步的节奏。

随美联储加息节奏的加快，资产负债表收缩，以及欧洲、日本等发达国家宽松政策的接近尾声，全球货币已从金融危机后的宽松环境进入了收紧阶段，而中国的货币环境也由被动宽松，到目前的被动收紧可能，但这样不利于我们的供给侧结构性调整。只有稳定的货

币环境，才能为我国经济改革提供合适的环境。

图 7 货币供应当月同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

不同国家及经济体由于其所处的经济发展阶段不同，所需的货币政策也会有所不同。美国已基本进入了良性增长阶段，原有的应对经济危机所采取的宽松政策彻底退出，进入了货币收紧阶段，而欧洲日本等发达国家进入经济复苏阶段，相应的货币政策进入了宽松货币政策退出的阶段，而中国经济仍处于去杠杆、出清落后产能阶段，在原有的货币被动宽松后，进入需要稳定流动性的供给侧改革阶段，这一阶段既不能过于宽松也不能过于收紧，因此保持动态的宏观流动性稳定是目前经济“L”型底的常态。

二、民营经济将在新经济发展中起重要作用

民营企业尽管规模上不足 50%，但为中国税收贡献 50%，GDP 贡献 60%，科技贡献 70%，就业贡献 80%，新增就业贡献 90%，而且这些成绩是在国企占主导地位的环境中取得的，因此民营企业是中国经济中效率高、活力强的群体。新经济周期的启动，民营经济更将成为主力军，政府从基础制度、融资政策、税收、限制领域、监管方式等方面进行的一系列改革措施，正是要充分发挥民企的这些优势，从而使中国的新兴产业快速增长。

民营企业各项扶持政策不断落地

继 11 月 1 日中央召开民营企业座谈会后，各部委密集发声，北京、

上海、广东等地陆续部署和出台了新一轮支持民营经济的政策和措施。不少地方还在酝酿更多“高含金量”政策。比如，山东省委书记就透露，山东省正在制定支持民营企业高质量发展的若干意见，集中出台一批操作性强、含金量高的政策措施。

值得注意的是，央地密集发力并非“大水漫灌”。业内人士表示，近期出台的各项政策正引导民企通过跨领域优化发展战略、加强科技创新、优化公司管理等方式推动转型升级。

在支持民企创新创业方面，财政部、税务总局等四部门联合发文明确，未来三年将对国家级、省级科技企业孵化器、大学科技园和国家备案众创空间自用以及无偿或通过出租等方式提供给在孵对象使用的房产、土地，免征房产税和城镇土地使用税；对其向在孵对象提供孵化服务取得的收入免征增值税。北京出台的措施也提出相应的激励引导政策。

在支持民营企业的融资方面，央行初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。

我们认为，尽管短期内由于民营企业政策的密集落地，让市场对未来银行的资产质量、结构和盈利能力都出现了变化，银行股的向下波动是最明显的表现。但是，如果随改革的顺利推进，新兴产业能不断发展壮大，逐渐弥补传统产业的下降，那么以新兴产业为主导的民营企业整体将呈现良好的发展趋势，资产质量、结构和盈利能力都能向积极的方向发展，银行资金产也将随之受益。从另外一个角度看，如果保守不突破，银行守着国有企业的传统思路，那么随着国有企业经营效率和资产质量的不断下降，银行也会向不利的方向发展。银行整体的资产质量水平，不会受短期个别经济因素的波动影响，主要还是与整体经济质量相关。因此，对于民营企业的扶持政策方向正确，而且还需要加大改革的力度。

新经济为民营企业生长提供合适土壤

民营企业从初期的诞生就是在众多的竞争中产生，习惯于竞争和困难的环境，它具有较强的危机意识。它们也都是经历过多年变化，不断改变自己，对新兴产业、新管理模式、新技术，嗅觉最灵敏的一个群体。

1月至今，在规模以上工业中，民营企业主营业务收入增速保持在10%左右，持续高于全部工业平均增长水平，1月份至8月份，增

速为 10.3%，比规模以上工业企业主营业务收入增速高 0.5 个百分点。从投资方面看，1 月份至 3 月份、1 月份至 6 月份和 1 月份至 9 月份，全社会固定资产投资增速分别为 7.5%、6% 和 5.4%，民间企业投资分别增长 8.9%、8.4% 和 8.7%，以民营企业为主的制造业投资分别增长 3.8%、6.8% 和 8.7%，制造业中民间投资增速分别为 4.6%、7.7% 和 9.5%，充分体现民营企业在稳定经济景气尤其是工业景气中的重要作用。

因此，我们认为民营企业作为适合市场经济的活跃群体，在传统经济领域已经体现出了其较强的生命力，在接下来的新经济周期里，面对日新月异的技术创新，面对不断变化的市场环境，面对更加激烈的市场竞争，只要把基础制度调整好，把开放、公平、信用的环境营造好，民营企业的优势会更大的激发出来。短期内不适应环境的会淘汰掉，而完成调整的民营企业会进一步壮大。

三、中美贸易摩擦进入持续期，风险可预期

美国主动挑起的贸易摩擦目标非常明确，采取的办法也清楚的写在了报告里。中国政府通过开放和改革的方式应对也已表达的非常清晰。一方面要保证本国新兴产业发展不受过度打击，另一方面要继续维持目前的财政、货币政策和产业政策的改革进度不受影响。

中美贸易摩擦的常态化趋势

美国在 2017 年 12 月 19 日发布了特朗普上台后的施政战略——《国家安全战略报告》。报告里把美国的战略目标或对手确定为三个，一个是中国和俄罗斯，第二个是朝鲜和伊朗，第三个是恐怖主义。与以前的只把恐怖主义确定为战略目标发生了较大的变化和针对性。而方式是召集同盟国，需要同盟国一起以美国为核心，通过经济贸易和区域战争方式对付这三个目标。当然在对抗和冲突的过程中，也要和对手伸出橄榄枝，也就是边打边谈的方式。在报告中，美国还把中国经济的发展定性为掠夺性发展方式，要通过加强对知识产权的保护来抑制中国新兴产业的发展。最终实现美国的再次强盛和在全球领域的领导力。

而在 1 个月后，美国国防部在 2018 年 1 月 20 日迅速发布了《2018 年美国国防战略报告》。这份部门的年度报告和总统的报告思路 and 解决办法完全保持一致。

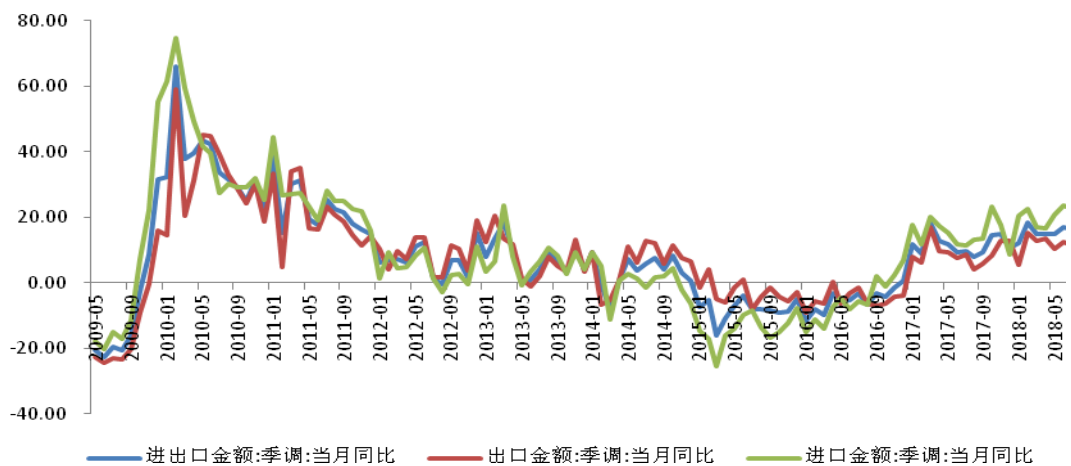
我们认为，中国通过开放策略在高技术领域得到了快速发展，在整

体经济发展到有可能对美国产生压力的形势下，制约中国经济的发展成为《美国国家安全战略报告》的一个重要目标，知识产权领域的竞争是中美贸易摩擦的主要领域。贸易摩擦一方面将加快中国完善现有知识产权法律制度，另一方面，将推动中国加快寻求更广泛的开放，以降低贸易过于集中所带来的风险。不过更加核心的，对于美国来说是知识产权保护，而对于中国来说也许是建设一个更加公平和信用的经济环境。因此，贸易摩擦是中国发展壮大过程中的必经之路，常态化是必然的趋势。

贸易摩擦增加中国经济改革成本

据海关统计，今年前8个月，我国货物贸易进出口总值19.43万亿元人民币，同比增长9.1%。其中，出口10.34万亿元，增长5.4%；进口9.09万亿元，增长13.7%；贸易顺差1.25万亿元，收窄31.3%。

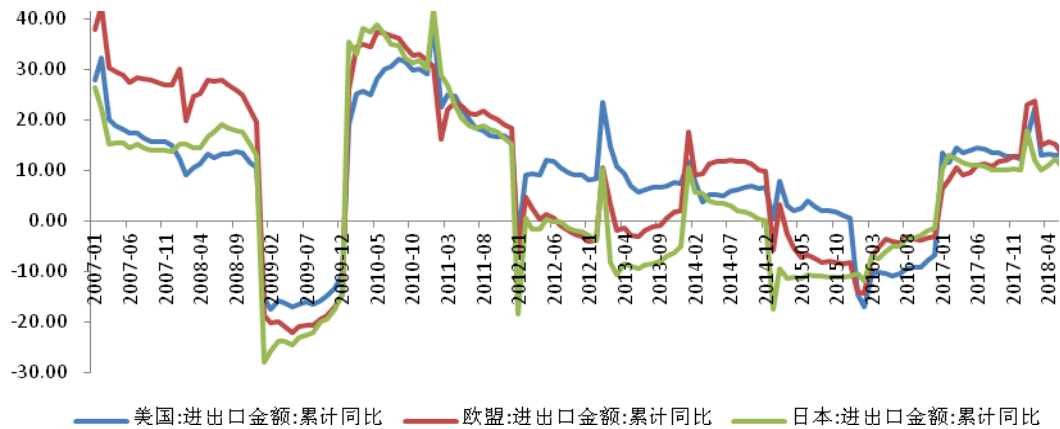
图 8 进出口贸易当月同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

中国海关公布，中美贸易总值为2.67万亿元，增长5.9%，占我外贸总值的13.7%。其中，我对美国出口1.96万亿元，增长6.5%；自美国进口7141.3亿元，增长4.4%；对美贸易顺差1.24万亿元，扩大7.7%。

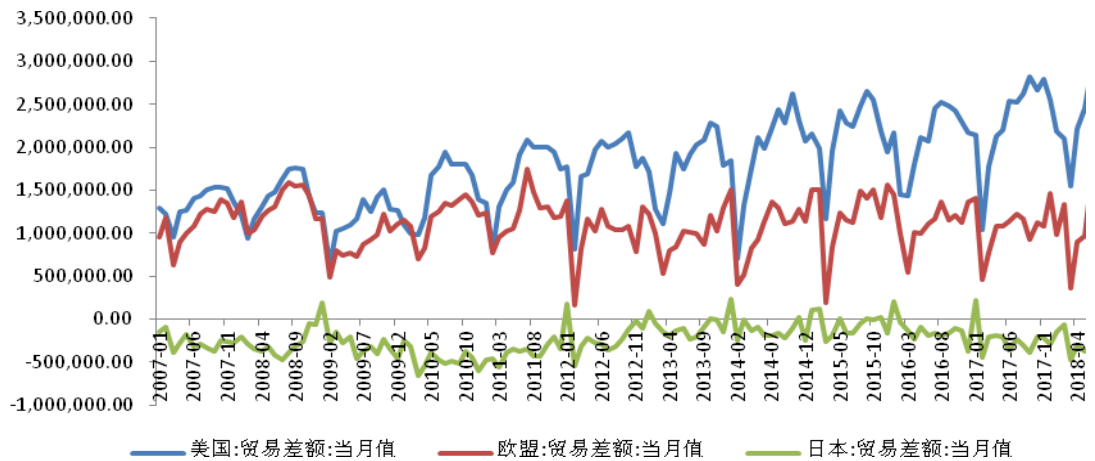
图 9 美日欧进出口贸易累计同比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

美国商务部周三公布，8 月贸易逆差扩大 9.5% 至 501 亿美元，为连续第二个月扩大，创 2015 年 3 月以来最大增幅。由于飞机和大豆出口大幅下降，出口下降 1%，而进口在广泛上升的基础上整体增长 0.9%。其中对中国贸易赤字由前一个月的 335 亿美元，扩大至破纪录的 368 亿美元。

图 10 美日欧贸易差额当月值



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

我们认为，尽管最初美国以缩小贸易逆差为借口发动的贸易摩擦还在不断加大规模，但从数据上看并不支持这样的理由。贸易规模的持续扩大，贸易逆差规模也在不断创新高。这其实是在实质性地增加贸易摩擦相关国家各自进一步经济增长的本国成本，对 GDP 增长产生一种损耗。

“一带一路”尤其是非洲方案是中国解决贸易摩擦的有效途径

中国需要巨量的矿物及能源原料，非洲各国可以供给；非洲需要完成世界上大部分人类都已经走完了工业化进程，甚至是原始的工业化，要把依然近乎原始的农业改造成为现代农业，中国也完全可以提供帮助；中国需要更广大的市场空间，非洲有这方面的需求。因此，非洲对中国而言，是一个不可缺少的合作伙伴。

中国已连续9年成为非洲第一大贸易伙伴国。2017年中非贸易额达1700亿美元，同比增长14%。中国企业已基本覆盖非洲53个国家和6个地区，非洲成为中国对外承包工程的第二大市场，能源电力和交通运输占据市场的主要比例。

非洲大部分国家工业基础薄弱，即便拥有大量资源也没有开采的实力，究其原因，还是因为过分的依赖天赐的资源。近年来，作为发展中国家最为集中的非洲大陆，其经济发展的表现越来越受到世界的关注，非洲开始真正成为“希望的大陆”。一方面，和平、稳定与发展已成为非洲各国的主流共识和共同追求的目标，非洲大陆已从原来的战乱频发、遇到政治问题动辄武力相向，过渡到以谈判为主、和平解决问题的新时代。各国也把追求自身经济社会发展作为主要任务，取代了之前的地缘政治野心，和平稳定大环境自然有利于非洲经济社会的发展。另一方面，从外部环境看，欧、美、中、日、印等各大经济体也不同程度的受到自身市场饱和、产能过剩、国际贸易整体疲软的影响，纷纷把目光投向非洲，开拓市场，力图早日站稳脚跟，与非洲国家一起共享经济社会发展进步的成果。非洲大陆蕴藏着丰沛的自然资源，以及快速成长中的巨大市场，劳动力充足，经济社会发展各领域需求旺盛。

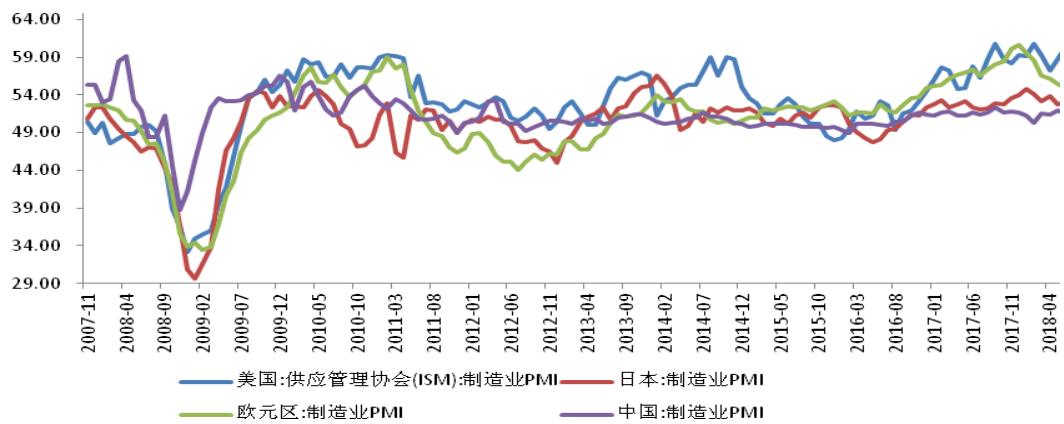
总体上看，2018年的非洲经济，将保持稳中有进的态势，如何促进经济结构的持续转型升级，同时创造更多的就业，是摆在非洲各国面前的主要问题。而这些问题与中国的产能过剩，去库存问题正好相互弥补。

我们认为，非洲在能源、资源方面的丰富储备，在基础建设方面的相对落后，在历史上与中国的渊源关系，使得中国有动力和有条件打通非洲这条渠道。从近期对非洲部分国家的援助行动以及中非论坛峰会54个非洲国家，除1个未建交的，其余53个国家都参加的情况看，中国正在加快非洲战略的实施。另外，从去库存的角度看，非洲的基础建设可以很好地解决中国传统产能过剩问题，有助于中国经济的去杠杆。而丰富的资源和能源又是中国经济重新增长的基础。因此，非洲战略是中美贸易摩擦环境下，中国经济开放的重要方向和内容。

与发达国家相比中国经济复苏仍处落后

从全球的角度看，中国 2018 年整体处于 51%至 52%，稍高于枯荣线 50%，欧洲和日本基本在 53%到 55%左右波动，美国则处于 58%至 60%的相对高位，最新甚至达到了 61.3%。总体来看，美国仍然牢牢占据着全球产业链的顶端，欧洲日本紧跟其后，处于相对中位水平，中国相对落后，这也比较符合各国的经济发展水平。

图 11 中美欧日 PMI 比较



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

中国仍在去杠杆、淘汰落后产能的阶段，因此，经济有下行的压力，但是对于基础建设的投资，尤其是新兴产业所需基建的投资会成为中国经济韧性的原因。不过未来最终经济的健康增长和扩张，依然需要新兴产业的增长，结构的完善和机制的完善。

我们认为，新兴产业的发展本身就是一个竞争前进的过程，我们坚持扩大开放，目的也是为了能引入竞争。竞争需要公平、公开、公正的环境，我们就建立这样的环境，竞争需要法律的保护，我们就完善这样的法律体系，竞争需要我们加快发展的速度，我们就通过各种方式推动这样的进程。因此，通过贸易摩擦或者贸易谈判，我们可以发现自己的不足之处，包括制度、机制、核心技术、人才等各方面的不足，从而在未来可以更有力的放矢地制定政策和推出改革措施，使中国在跨越中等收入陷阱的过程中做的更好。

四、解决内外部矛盾的关键是内部改革

相对于每个国家所经历的不同经济发展阶段，需要通过改革建立适

合自身情况的目标和制度体系，外部的摩擦不会成为直接影响因素。我国经济发展到目前阶段，相对于美国知识产权保护为核心内容的国家安全，我们的国家安全核心内容可能是整个国家和社会的公平与信用。

内部改革是解决矛盾的关键

从历史上看，每个强盛的时代都是经历了成功的内部改革之后的结果，与外部的矛盾没有直接关系。严厉的反腐、土地改革、减税、新技术标准的制定、新经济秩序下基础制度的调整等，都是内部改革的主要内容。

因此，本轮经济升级相对于内部和外部矛盾而言，内部矛盾也显然是解决中国经济目前增长动力不足问题的关键。外部矛盾只是扰动因素，只是增加我们发展的成本，延缓我们发展的时间，而不能从根本上阻止我们进入新经济增长周期。

本轮改革是一次涉及各行各业的全面改革，而且在各行业内部，其深度也是前所未有的。从国家整体的制度、政策，到细分行业的制度、政策，到宏观调控的市场化、法制化调整。从政府的放、管、服，到企业内部制度调整。从对内的机制、环境的改善到对外政策、制度的调整。因此，这是一场能影响未来中国经济的深刻的改革。例如，政府的“放管服”就是一场难度较大的自我革命。“放管服”改革近年来一直是重塑政府和市场关系、激发市场活力和社会创造力的排头兵。从国务院部门行政审批事项提前两年实现削减 1/3 的目标，到中央和省级政府取消、停征和减免收费 1100 多项，再到权力清单、负面清单、责任清单厘清政府与市场边界，“放管服”改革牵一发而动全身，有力带动价格、财税、金融、社会事业等其他领域改革。并进一步激发民营企业的活力，推动整体经济活力的增强。总体来看，政府的“放管服”在资源配置市场化的大方向下，从政府职能重新定位的角度出发，推动各项政策积极落地，推动市场化经济体的效率提升，推动新兴产业的快速发展，释放各经济组成部分的动力，做好规矩的制定和执行，做好公共服务为经济顺利运行提供便利。这样有利于在新一轮经济发展中，新经济的快速增长，新旧动能的顺利转换。

另外，开放也是推动改革的有效手段。一方面是对内的开放，一方面是对外的开放。开放的不断提高，与之相适应的体制、机制环境的改革也需要随之跟进。在北京召开的 2018 年“金融街”论坛年会上，多位重量级金融业管理者的演讲我们可以看到，金融行业也已经在不断地开放和改革，各项制度都在进一步的改革或完善，明

年可以预见会有更多超预期的改革措施会落地。

传统落后产能出清过程延续

2016年以来,国家对于产能过剩行业的供给侧改革不断推进,钢铁、煤炭、电解铝和水泥等行业的基本面明显改观。

去年至今行政化去产能迅速推进,环保限产执行力度空前严格,钢铁、煤炭和电解铝产能过剩的情况有所改善,大宗商品的价格也大幅上涨。但是,上游原材料价格上涨过快,使中下游行业的利润受到明显挤压,不利于国内制造业企稳复苏。未来去产能工作将通过提高环保标准、实行差别化电价等相对温和的方式,来促进落后产能出清。同时,政府也将积极推动企业兼并重组和破产清算,继续从边际上压缩过剩产能。可见,未来政府弱化行政去产能的倾向将提高,这将导致产能缩减速度放缓,供给侧改革对于商品价格的影响程度将逐渐降低,而需求的影响将逐步提升。

金融监管持续,防范系统性金融风险

从去年5月开始,金融监管以政治局会议讨论的形式,从国家的高度,提出了“三个确保”,即确保经济平稳健康发展,确保供给侧结构性改革得到深化,确保不发生系统性金融风险。短期经济企稳复苏难以长期持续,下行压力并未远离。随着时间的推移,金融监管力度也在持续加码。3月下旬以来,“一行三会”先后密集出台多项政策,针对行业乱象、违法行为进行整治和打击,弥补监管漏洞。人民银行推出MPA考核、银监会10天7个文件密集落地、证监会严惩数家公司、保监会发布39条措施明确保险业风险防控的九大重点领域等等。

从国际看,一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应,有可能对我国金融安全形成外部冲击。从国内看,不良贷款增速有所放缓但仍难言见底、影子银行规模过大等。这些因素的存在,使传统低效的产业在杠杆的作用下迟迟不能退出,对新兴产业的发展壮大却阻力重重,不利于我们经济结构的顺利转型。因此,中央提出的这三个确保,应该说是当前形势下最优的发展思路。

预计美联储经历一段时间缩表过程后,在今年末明年初,欧洲日本等国也可能将跟随这一策略。因此,这次全球性的基础货币收缩可能刚刚开始。

新旧动能替换需要耐心

中国经济目前仍在传统经济的主导下，尽管去杠杆大背景下，传统落后的产能在不断出清，但是由于新兴产业未能及时补充，因此，传统产业的去产能，去杠杆，产业升级仍是当前阶段的主要内容。而新旧动能的转换，需要界定和处理好政府与市场的关系，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，激发市场主体创造活力。山东国企积极加快去产能步伐，实现对传统产业的提升和改造，加快重点项目和工程的实施，不断加强技术创新，增强了国企活力。做优做强做大国企的同时，积极促进民营企业的发展，多以兼并收购手段盘活存量，大力发展中小微企业，提高对民企的资金支持力度，增强企业核心竞争力。而我们目前离这些要求还有相当长一段路要走，未来随着新兴产业、新经济增长点的不断培育壮大，制度环境的不断改善，中国的经济扩张能力会明显加强，中国经济也就进入了新经济增长周期。只不过这个过程需要耐心。

我们认为，由于新兴产业的增长过程本身就充满了未知和风险，再加上外部的压制，因此，以新兴产业为代表的新经济周期波动幅度也将有所加大。但是通过政府的宏观调控，把风险有效地控制在可承受范围内，同时，通过营造合适环境，扶持新兴产业快速发展，进而弥补和化解可能的金融风险，即在发展中解决问题，也是一条较好的途径。

基础制度建设将更密集的落地

改革开放 40 年，尽管我们已经在很多重点领域和关键环节改革取得突破，但是随着经济的进一步推进，经济体制改革也需要进一步推进。尤其在产权制度、要素市场化配置、营商环境等方面市场化和法制化的不足，可能会成为新经济发展的阻碍。深化供给侧结构性改革，增强自主创新能力，积极培育壮大新动能，继续做好去产能、降成本等工作，才能激发创新动力，更有利于未来推动创新驱动发展的进程。

我们认为，从最近落地的上市公司退市制度的调整，可以看到，本轮基础制度的调整力度之大，执行之严厉是超预期的，并且上升到了国家安全、国家利益的高度，也表明了决策层对于深水区的核心内容改革的决心和信心。我国经济发展到目前阶段，相对于美国知识产权保护为核心内容的国家安全，我们的国家安全核心内容可能是公平与信用。它会影响到生活中的各个领域，如食品、药品、环境安全甚至教育都成了大家的矛头指向。因为，它会影响到我们可持

续的生存环境，和未来人口质量、竞争能力。站在国家安全的高度，通过把资本市场作为切入点，对整个基础制度进行有序的调整和变革是改革的新方向，也是我们开放后能否吸引外国企业和各类资源进入的关键。

五、2019 年新兴产业迎快速发展期，投资价值呈现

尽管中国经济在内部和外部的重重困难下会表现的步履蹒跚，但较强的韧性会使波动控制在一个相对较小的区间内，最终体现为 L 型底。在近阶段经济下行压力的影响下，明年经济探底回稳的可能性较大，尤其是新兴产业可能会加快增长，这些变化应该会在资本市场上有效反映。我们重点推荐的方向包括：军工大飞机方向和 5G 基站建设方向。

在风险已基本呈现的情况下，市场估值已处低位

目前，市场的各种风险已处于基本暴露的状态，从投资的角度看，市场的估值也进入了低位。另外，用经济的证券化程度指标（即证券市场规模/GDP 规模）把中国经济与全球其它经济体作比较，我们已处于 50% 至 55% 的位置，而美国、日本、欧洲等国的这一指标已处于 100% 以上的高位，。从历史数据看，50% 是低位，70% 是中位数，90% 以上风险较高，因此，中国证券市场整体处于较有投资价值的区域。

上证综指走势判断：2019 年进入上升通道

上证综指从 5178 点的高位经历两轮调整。第一轮在国家队进场救市的基础上，形成阶段性低点 2638 点。在 50 指数带动下完成反弹，反弹高点 3587 点。第二轮下跌经历了底部持续缩量，达到 869 亿的单日成交低量，该成交量不足高位 5178 点时期的成交天量 1.3 万亿的 7%，之后出现低点 2449 点，并伴随成交量的快速放大。从地量见地价的技术角度看，2449 点已成为本轮调整的低点。目前，市场进入缓慢上升通道。

我们认为，市场从技术上看，中短期内或许还会有一个确认底部的过程，但从长线投资的角度看其影响不大。市场或将会在基础制度不断调整，新兴产业和民营经济扶持政策不断落地的基础上，在

2019年进入上升通道，并伴随成交量的不断放大。而国家战略新兴产业在这样的背景下，受益产业链上的上市公司会呈现相对更好的表现。

总体来看，未来的大趋势是中国改革开放将获得成效，经济结构将有效改善，推动中国经济进入国家战略新兴产业为主导的新的经济增长周期，不过新兴产业的发展特点是波动幅度会比较大。

2019年市场投资热点判断

市场探出低点后，在管理层发声对后市坚定信心的鼓励下，以及一系列实质性政策措施不断落地的推动下，在创投概念股率先连续涨停的带动下，启稳确认了之前的低点。

市场在反复缩量探底的过程中，我们可以看到国家战略新兴产业内更多长期性的投资机会的出现。未来，这些新兴产业都将成为中国经济复苏增长的新动力。

相对于目前的创投热点，从成长的稳健性、可持续性的长线投资角度看，我们更倾向于具体的国家战略新兴产业相关受益产业链，例如军工大飞机和5G基站建设。军工是考虑每个五年计划的完成过程中，它总表现出前低后高的特点，而本轮“十三五”计划，从2016年到2020年，到目前其投入和推进力度低于以往，因此其后期的投资弹性可能会较大，而大飞机作为国家战略产业，其民用和军用所涉产业链的产品都将具备成长性。而5G大概率在2020年进入商用落地阶段，随着频谱的确定，其试验和商用的传输网及基站建设将进入快速增长周期。

六、新旧动能的替换是新动能长线投资的契机

在目前新旧动能替换的过程中，新动能处于发展初期，新兴产业尤其是国家战略下的新兴产业，处于较好的长线投资布局时期，其背后最大的逻辑就是坚信我们的改革和经济结构的调整会有实质性地突破和成功。

国家战略新兴产业潜力大，适于长期投资

所谓战略性新兴产业是以重大技术突破和重大发展需求为基础，对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用，知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的产业。它的产业范畴

是：根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。

战略性新兴产业目前正处于萌芽期，更适合于长线投资。和一般的投资主题相比，战略性新兴产业投资主题具备如下特点：第一，生命周期长，生命力强。一般来说，对经济影响深远的投资主题生命周期较长。因此，此类投资主题具有生命周期长且生命力强的显著特征。第二，战略性新兴产业投资主题大多处于主题生命周期的萌芽期和形成期。主题萌芽期和形成期是比较好的介入时机，而主题形成期的中后和实现期的初期是投资收益最好的阶段，实现期的中后期则应是逐步退出此主题投资的阶段。

科创板落地是新兴产业加速的开始

总书记在首届中国国际进口博览会开幕式的主旨演讲中提出，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。

我们认为，这一在形式上与国际接轨的举措，尽管在操作上可能会有一些分步走的节奏控制，但本质仍是中国资本市场发展的一个里程碑，核心是注册制。我们把退市制度提高到国家安全、国家利益高度，可以为我们创造一个公平、信用的大环境做好准备。在这基础上，我们吸引国内外资金、产业的能力也会得到提高。通过市场化的方式，吸引小到孵化园区的高新技术企业，大到独角兽企业参与进来。全球数量仅 240 家左右的独角兽企业，范围内主要集中于美国和中国，美国 49%，中国 26%，排名第三的英国只有 5%，其余更少。因此，如果科创板建设合理的话，至少可以吸引国内的独角兽能够先保留下来，如果再有估值优势，可以再吸引一些外部的独角兽，在国内形成适合高新技术企业成长的大环境，这样便有利于我国在新兴产业主导的新经济周期里占据更有利的位置。因此，科创板的落地是我国新一轮新兴产业加速增长的开始。

分析师承诺

王伟力

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。