

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：金融数据超预期,关注银行股、消费股》2019.04
- 2《策略：创业板一季报预告业绩增速-13%》2019.04
- 3《策略：市场上涨的必要条件存在变数》2019.03

股权结构和劳动力结构将为政策重点

2019年4月19日政治局会议解读

股权结构和劳动力结构或将成为政策重点，继续看多A股市场

18年→18年底→今天政治局会议，中央政策聚焦的核心矛盾发生了三次变化，在一季度周期性问题—也即利润表问题有所减压后，当前更重视结构性、体制性问题，新增表述“体制性问题”对应资产负债表的所有者权益，我们预计股权改革或将加速。同时，重视“以供给侧结构性改革的办法稳增长”的表述，供给侧的四大结构“产能结构、融资结构、股权结构、劳动力结构”中，根据过往三年的政策脉络，今年后续大概率将侧重于股权结构和劳动力结构，对应国资、民资、外资结构和户籍制度、二孩政策的进一步改革，影响经济中长期质量，推动A股风险溢价进一步下行。

核心问题：更重结构性→周期性 with 结构性并重→更重结构性、体制性问题

相比2017~2018年、2018年底中央经济工作会议，今天政治局会议聚焦的核心矛盾再次发生变化：2017~2018年，中央政策更重视经济运行中的结构性问题，对应结构性去杠杆的政策选择；2018年底~2019年2月，在中央经济工作会议和政府工作报告中，均表示和体现中央政策是周期性问题 and 结构性问题并重；今天政治局会议，明确表示当前面临的问题中“既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”，决策层认定的核心矛盾有边际变化，意味着政策侧重点也有所微调，一季度周期性问题—利润表问题有所减压后，政策将侧重解决结构性问题和体制性问题。

体制性问题主对应资产负债表的所有者权益问题，股权改革或将加速

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，2018年偏重结构性问题而主动收缩逆周期部门的资产负债表，带来股市的“戴维斯双杀”，而2018年底政策核心矛盾的转变—周期性与结构性问题并重，影响A股市场从“戴维斯双杀”逐步转为“戴维斯双升”。当前，核心矛盾中新增“体制性问题”，我们认为结构性问题主要对应资产负债表里的负债，而体制性问题主要对应资产负债表里的所有者权益，这意味着股权改革或将加速，股权改革对应—国资、民资、外资三部分。

两处新表述，意味着股权结构和劳动力结构的改革调整是今年政策重点

这次政治局会议有两处新表述：“通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局”“注重以供给侧结构性改革的办法稳增长”，值得重视。我们认为供给侧的结构主要包括：产能结构、融资结构、股权结构、劳动力结构四块。16~18年，产能结构已经经历了调整；18年底至今，推动直接融资占比提升的政策态度已非常明确，一系列支持资本市场改革的政策也在落地；而股权结构和劳动力结构预计是后续“以供给侧结构性改革的办法稳增长”的重点，对应国企混改、支持民营民企、降低外资投资限制等改革，以及劳动力结构相关的户籍制度和二孩政策的进一步改革。

政策侧重点的变化将进一步推动A股风险溢价下行，继续看多A股市场

除流动性和盈利预期外，改革也需作为估值预判的重要考量因素。股市估值回升至十年历史中枢位，是国企混改实施的必要基础—避免国有资产流失风险；反过来，国企混改又将改善经营效率预期、降低股票风险溢价，从而进一步推动股票估值修复。国家的股权形式主要为三种：国有（含集体）、民营、外资，支持民营民企、扩大对外开放，对应的即是国企混改的推进实施加快。同时，劳动力结构相关的户籍制度和二孩政策，也影响经济中长期发展质量，从而影响A股风险溢价进一步下行的空间。继续看多A股市场，短期继续推荐金融、消费、混改，中长期战略性配置科技成长。

风险提示 CPI 同比增速回升幅度超预期、美国等外围市场波动、业绩暴雷、产业资本大幅减持等。

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、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

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

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

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_13023

