

政府两会系列专题一：高质量发展引领时代新征程

两会专题报告

2018年3月8日

吕洁

研发中心副总经理

投资咨询号：Z0002739

电话：

0571-28132578

邮箱：lvjie@cindasc.com

郭远爱

宏观、股指研究员

执业编号：F3021290

电话：

0571-28132630

邮箱：guoyuanai@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资
大厦1125室、1127室、12楼和16楼
全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

内容摘要

2018年政府工作报告重点：

- **经济增速目标不变，直指经济高质量发展。**2018年政府工作报告指出，今年发展主要预期目标是国内生产总值增长6.50%左右，与2017年政府工作报告所确立的目标一致。中国当前经济已从高速增长阶段转向高质量发展阶段，这是十九大报告对我国经济发展阶段所做出的重新定位。今年整个经济预期目标的设定都体现了推动高质量发展的要求。
- **稳健中性货币政策，积极的财政政策取向总基调不变。**货币政策中不再设定社会融资规模及M2增速的具体目标，只强调保持合理增长，意在保持货币政策操作的灵活性。财政赤字规模与去年持平，但赤字率比上年下调0.4个百分点。预计2018年财政支出的结构将更加优化。
- **2018年供给侧结构性改革的重点转向去杠杆、降成本以及补短板。**到2017年底为止，煤炭、钢铁领域的去产能及三、四线城市房地产去库存等均取得了较大的成效。为此，我们预计2018年“三去一降一补”的工作重心将转向去杠杆、降成本及补短板。
- **房地产税酝酿推出，新一轮棚改攻坚战再启动。首套房贷款平均利率大幅上行，新一轮房地产收紧再度来袭。**今年政府工作报告中关于房地产方面的文字表述与十九大报告基本一致，继续坚持“房住不炒”的政策定位。亮点在于时隔4年之后，在政府报告中再次提出“推进房地产税立法”。我们认为地产税的推出是大势所趋，但考虑到相关立法工作的仍面临较多问题尚待解决，预计短期内落地比较困难。春节过后，首套房贷款平均利率大幅上行，新一轮房地产收紧再度来袭，对房地产投资形成进一步压制。
- **2018年A股市场主题投资机会：**透过今年的政府工作报告管窥2018年A股市场的投资机会，我们认为“新经济”、“消费升级”、“制造强国”、“乡村振兴”、“区域发展”、“美丽中国”等六大主题将迎来不错的配资机会。
- **2018年大类资产配置建议：**股票是2018年大类资产中确定性比较高的配置品种。对于大宗商品而言，整体看空明年工业品的走势，工业品内部的分化会加剧。越靠近下游终端需求的品种（如螺纹钢、热卷等）可能受房地产投资增速下滑的影响越显著，而越接近上游原料端的品种（铁矿、有色金属等）受到的影响可能越滞后。大宗商品品种排序：有色金属 > 化工品 > 黑色；国际定价大宗（有色金属等）> 国内定价大宗。债市今年整体依旧偏弱。

【事项】十三届全国人大一次会议5日上午9时在人民大会堂开幕，听取国务院总理李克强关于政府工作的报告，审查国务院关于2017年国民经济和社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展计划草案的报告，审查国务院关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的报告，听取全国人大常委会关于宪法修正案草案的说明。

2018年是全面贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放40周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。李克强总理在第十三届全国人大一次会议上所做的这份报告，是中共十九大召开后发布的首份政府工作报告，其重要性可想而知。本专题就2018年政府工作报告需要重点关注的地方进行了系统梳理。

表 1：近三年经济社会发展总体要求和政策取向对比

分类	项目	2018年	2017年		2016年
		预期目标	预期目标	实际情况	预期目标
发展目标	GDP增速	6.50%左右	6.50%左右	6.90%	6.5%-7%
	CPI	3%左右	3%左右	1.60%	3%左右
	单位GDP能耗下降	3%以上	3.4%以上	—	3.4%以上
	城镇新增就业人口	1100万人	1100万人	1351万人	1000万人以上
	城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	3.90%	4.5%以内
	城镇调查失业率	5.5%以内	—	—	—
	进出口	稳中向好	回稳向好	11.40%	回稳向好
	国际收支	基本平衡	基本平衡	2544亿美元	基本平衡
	居民收入	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	7.30%	与经济增长同步
宏观杠杆率	保持基本稳定	—	—	—	
货币政策	政策基调	稳健的货币政策保持中性， 要松紧适度	货币政策要保持稳健中性	偏紧	稳健的货币政策要灵活适度
	M2增速	合理增长，无具体目标	12%左右	8.20%	13%左右
	社会融资规模增速	合理增长，无具体目标	12%左右	12.00%	13%左右
财政政策	政策基调	积极的财政政策取向不变， 要聚力增效	财政政策要更加积极有效	扩张性财政政策	积极的财政政策要加大力度
	财政赤字	2.38万亿	2.38万亿（+2000亿元）	3.07万亿	2.18万亿（+5600亿元）
	财政赤字率	2.60%，比上年下降0.4个百分点	3.00%	3.70%	3.00%
	中央财政赤字	1.55万亿	1.55万亿	—	1.4万亿元
	地方财政赤字	8300亿元	8300亿元	—	7800亿元

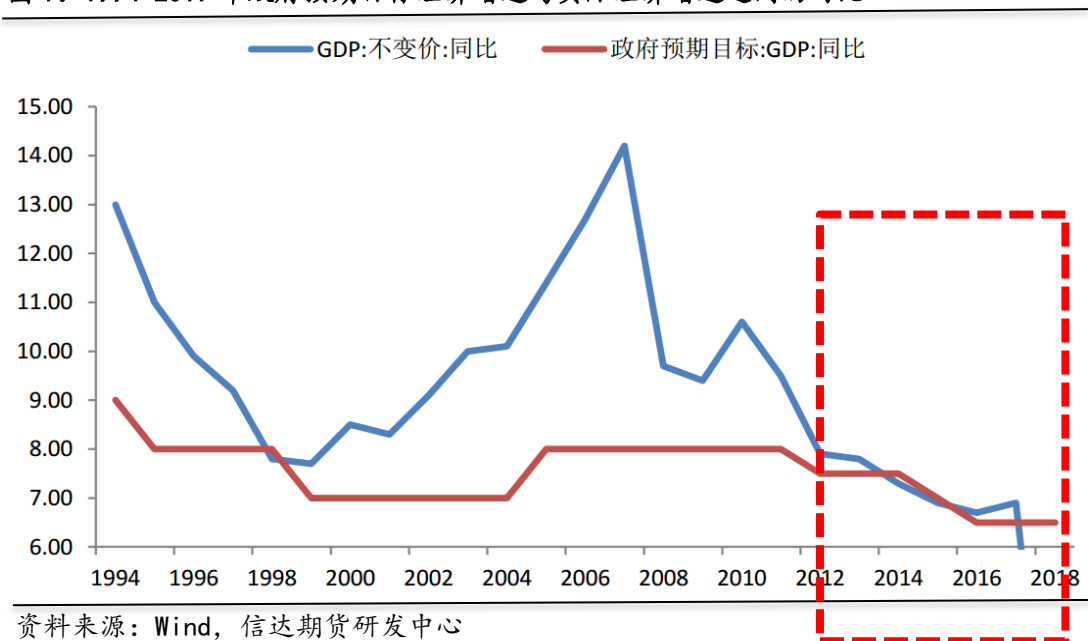
资料来源：政府工作报告，信达期货研发中心

一、经济社会总体发展要求和政策取向

1. 经济增速目标不变，直指经济高质量发展

2018 年政府工作报告指出，今年发展主要预期目标是国内生产总值增长 6.50%左右，与 2017 年政府工作报告所确立的目标一致，但在表述上并未出现 2017 年报告中所提及的“在实际工作中争取更好结果”类似这样的字眼，表明政府已不再一味地将追求高速增长作为自身执政的主要目标，取而代之的是追求经济更高质量发展，从侧面也反映出政府正逐步淡化经济增速的目标，对经济增速放缓的容忍度在提升。对比历年来政府工作报告中所设定 GDP 预期增长目标与当年实际所实现的 GDP 增速，从 1994 年到 2017 年，期间仅出现过 3 次实际增速低于目标增速的情况，且从 2012 年开始，目标值与实际值之间的差距在不断在缩小。上述现象出现的背后，一方面反映出随着我国人口红利逐渐消失，劳动力资源数量下降，劳动力成本上升，中国潜在经济增长率在不断下降；另一方面也说明执政当局正在逐步改变以前那种只重视经济增长的速度而忽视经济发展过程中的质量、效率、公平及环境保护等方面的问题。

图 1：1994-2017 年政府预期目标经济增速与实际经济增速之间的对比



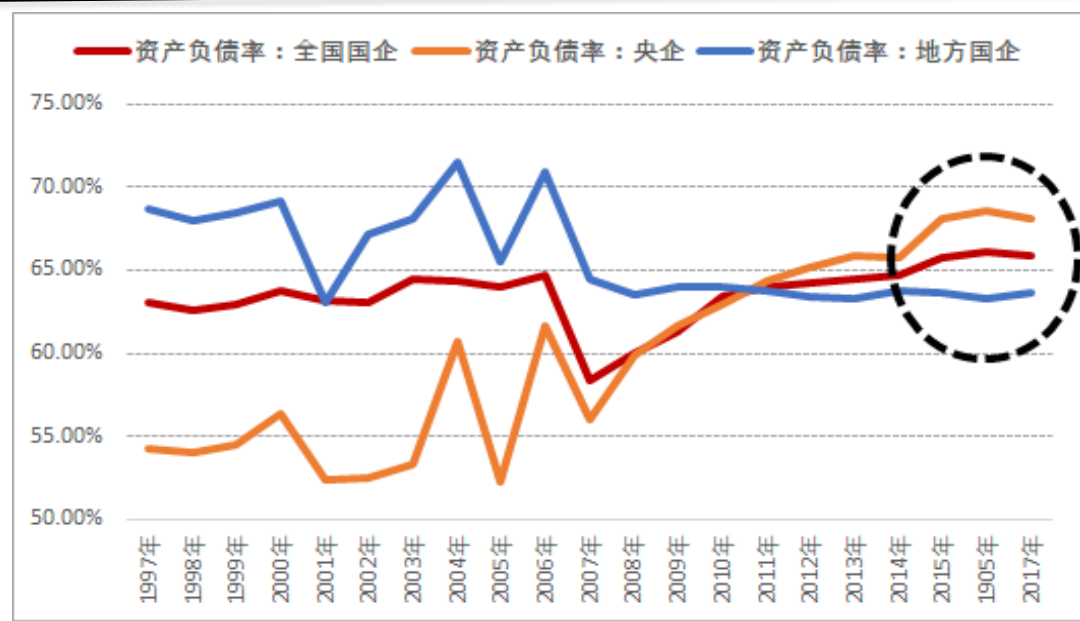
中国当前经济发展已从高速增长阶段转向高质量发展阶段，这是十九大报告对我国经济发展阶段所做出的重新定位。近些年以来，政府所强调的是区间调控。只要就业增加、收入增长、环境改善，只要经济运行在合理的区间内，经济增速高一点、低一点都是可以容忍的。在合理区间内，着力推动改革、促进结构调整、防范化解风险。今年整个经济预期目标的设定都体现了推动高质量发展的要求。

2. 今年发展目标中增加了宏观杠杠率与风险防范

对比 2017 年政府工作报告对发展主要预期目标的表述，今年政府工作报告在维持以往对经济增速、物价、就业、进出口、国际收支及单位 GDP 能耗等宏观经济变量目标的设定外，还增加了对宏观杠杠率及风险防范的表述，原文称“供给侧结构性改革取得实质性进展，宏观杠杠率保持基本稳定，各类风险有序有效防控。”政府工作报告再提控制宏观杠杠率与防范各类风险，与十九大报告及中央经济工作会议的精神是一脉相承的。

当前我国实体经济的杠杠率依然偏高，居民部门的杠杠率仍居高不下，国有企业去杠杠的任务依然重大。十九大报告指出，从现在起到 2020 年，要坚决打好“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。为此，我们认为“金融去杠杠”将成为左右今年我国经济和政策走向的关键因素。在此背景下，货币政策难以出现大幅转向，市场流动性总体呈现紧平衡，在趋势上维持“易紧难松”格局，无风险利率的中枢尚不具备趋势性下行基础。

图 2：国企的杠杠率仍维持在较高的水平



资料来源：Wind，信达期货研发中心

3. 货币政策：强调松紧适度，不再设定社会融资规模及 M2 增速目标

政府工作报告对货币政策表述方面，在保持货币政策“稳健中性”总基调不变的前提下，强调货币政策要松紧适度，并且对社会融资规模、信贷及广义货币供应 M2 等变量并未设定具体的预期目标，只强调保持合理增长。我们认为，今年政府对社会融资规模或者 M2 不再设定具体的目标，最主要的目

的是为了保证未来货币政策实施的灵活性,以更好地配合金融去杠杆的实施及“防范和化解金融风险”这一攻坚战的有效推进。此外,随着金融去杠杆的推进,M2增速创新低,指示意义在下降。需要重点注意的是,在金融严监管大背景下,随着金融去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务,我们认为比过去低一些的M2增速可能成为新的一种常态。

具体到2018年的货币政策:(1)稳健中性仍将是其基本基调,通过削峰填谷、锁短放长、通过公开市场操作等政策性利率的调整及定向降准来维持市场流动性的稳定;(2)防范化解金融风险将会贯穿在日常的监管工作中,具体需要依赖“金融去杠杆”及“金融严监管”来实现;(3)继续引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长,淡化广义货币供应M2增速目标。

图3:2018年货币政策组合拳(定向降准+调整公开市场操作利率)



资料来源:信达期货研发中心整理

4. 财政政策:预算赤字率下调,财政支出的结构将更加优化

对于2018年政府工作报告所提及的有关财政政策方面的表述,我们认为需要重点关注以下几个方面的内容:(1)尽管今年在财政赤字率的安排上相较于2017年出现下滑,但积极的财政政策取向并未发生改变;(2)今年财政政策重点强调要“聚力增效”,我们预计财政政策的投放会更多向“精准脱贫”、“污染防治”、“三农”、“惠民”等领域的倾斜。(3)财政支出结构的变化将影响2018年基建投资的增速。一方面,财政支出结构发生变化,着重助力精准脱贫和污染防治两大攻坚战;另一方面,2018年

防范金融风险成为重中之重，支持防范化解重大风险攻坚战。地方难以大肆举债，基建投资的资金来源将为此受到较大的影响，预计 2018 年基建投资的增速将出现放缓。

图 4：2017 年与 2018 年财政工作计划对比

项目	2018年财政工作计划	2017年财政工作计划	2018 VS 2017对比
基调	积极财政政策取向不变，要聚力增效	财政政策更加积极有效	新增“聚力增效”
赤字率	2.60%	3.00%	下降0.4个百分点
财政赤字规模	财政赤字2.38亿元（中央：1.55万亿元；地方：8300亿元）	财政赤字2.38亿元（中央：1.55万亿元；地方：8300亿元）	保持持平
一般性转移支付	增长10.90%	增长9.50%	上升1.4个百分点
地方债务规模	安排地方专项债券1.35万亿元	——	增加5500亿元
基建投资安排	1) 铁路建设投资7320亿元 2) 公路水运投资1.8万亿元左右 3) 水利在建投资规模达到1万亿元。 4) 新建改建农村公路20万公里	1) 铁路建设投资8000亿元 2) 公路水运投资1.8万亿元 3) 再开工15项重大水利工程	1) 铁路建设投资减少680亿元 公路水运投资 2) 新建改建农村公路与去年持平

资料来源：政府工作报告，信达期货研发中心

二、供给侧结构性改革：重心转向去杠杆、补短板、降成本

1. 煤炭、钢铁的去产能任务已取得较大的成效

2018年3月5日，政府工作报告明确了2018年钢铁、煤炭去产能目标：再压减钢铁产能3000万吨，退出煤炭产能1.5亿吨左右。根据“十三五”去产能总体目标，计划在未来5年内钢铁去产能1-1.5亿吨，3-5年退出煤炭产能8亿吨。根据国家相关部门公布的数据，2016年、2017年两年期间钢铁去产能已超过1.15亿吨，实际去产能完成率已超过75%；煤炭去产能已完成5亿吨左右，实际去产能完成率达到62.5%。按照2018年煤炭、钢铁去产能的目标测算，到2018年底将实现三年钢铁去产能约1.45亿吨，煤炭去产能6.5亿吨。届时钢铁将基本完成“十三五”规划的去产能总体目标，而煤炭去产能任务完成度也将超过80%。

煤炭、钢铁领域的去产能已走过2个年头，从近两年去产能完成情况看，煤炭、钢铁的去产能任务已取得较大的成效。在供给侧结构性改革的预期支撑下，黑色系大宗商品在2016年、2017年均有着不错的表现。进入到2018年，随着去产能的进一步深入，黑色系品种继续博弈去产能的逻辑将逐步弱化，相应地，去产能对价格的支撑作用也在边际走弱。

图 5：2016-2017 年两年期间钢铁、煤炭去产能完成情况

去产能情况	钢铁	煤炭
“十三五”去产能总体目标	5年去产能1-1.5亿吨	3-5年退出煤炭产能8亿吨左右 减产重组5亿吨左右
2016年实际去产能	>6500万吨	>2.9亿吨
2017年实际去产能	>5000万吨	>1.5亿吨
2016-2017累计去产能	>1.15亿吨	5亿吨左右
实际去产能完成率	超过75%	62.5%左右
2018年计划去产能	再压减产能3000万吨左右	退出煤炭产能1.5亿吨左右

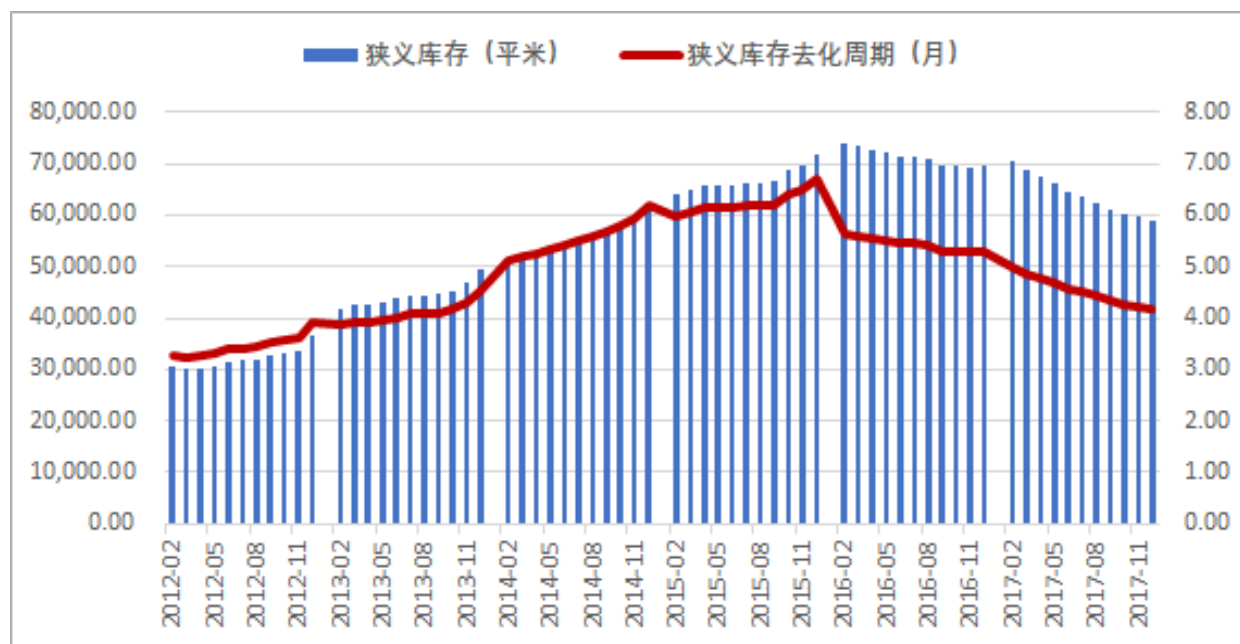
资料来源：新闻网站资料整理，信达期货研发中心

2. 全国房地产库存去化周期明显缩短

2017年，我国政府多措并举，房地产去库存取得了积极进展，总体去库存效果显著。据国家统计局数据，2017年年底，全国商品房待售面积为58923万平方米，同比下降15.3%，其中住宅待售面积同比下降25.1%。这个库存量是过去23个月的新低，已经基本回到了2014年前后的水平。这个库存量意味着，本轮房地产去化周期大为缩短。根据我们的测算，截止到2017年年末，商品房的去化周期已下降为4.2个月左右，逐步接近2012年的低位水平。

今年政府工作报告中，有关房地产的表述仍然比较多，但值得注意的是，今年政府工作报告中不再提房地产去库存政策。我们理解这可能是一个新的政策动向，三四线城市房地产去库存工作将告一段落。因为导致三四线城市房价上涨的最关键因素是以棚改货币化安置为主的房地产去库存政策，而且房价上涨预期仍在加强。如果继续执行该政策，会导致库存进一步增加而不是减少。此外，在政府工作报告回顾2017年成绩时也提到“三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，而一二线城市在2016年去库存已经很明显了”。考虑到我国房地产去库存政策已取得一定的成效，后续地产去库存政策也将逐步淡化。

图 6：2012-2017 房地产狭义库存及库存去化周期



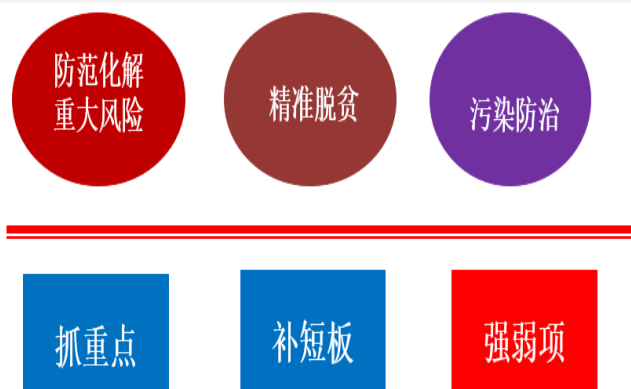
资料来源：Wind，信达期货研发中心

3. 降成本和补短板将成为今年经济工作的重点

“三去一降一补”中去产能、去库存已取得重大的进展。在此我们对国家经济工作的重点做大胆猜想，认为“降成本”、“补短板”协同“去杠杆”三项将成为 2018 年经济工作重点。政府工作报告明确指出：“要进一步减轻企业税负及降低企业非税负担，坚决打好三大攻坚战……”等，从其中也可大致窥探出政府今年工作的重心及政策导向。

在降成本方面，其一，进一步减轻企业税负。通过改革完善增值税，大幅扩展享受减半征收所得税优惠政策的小微企业范围，大幅提高企业新购入仪器设备税前扣除上限，实施企业境外所得综合抵免政策，扩大物流企业仓储用地税收优惠范围，继续实施企业重组土地增值税、契税等到期优惠政策，全年为企业和个人减税 8000 多亿元。其二，大幅降低企业非税负担。通过进一步清理规范行政事业性收费，继续阶段性降低企业“五险一金”缴费比例，加大中介服务收费清理整顿力度等，全年要为主体减轻非税负担 3000 多亿元。

图 7：2018-2020 年三大“攻坚战”



资料来源：十九大报告，信达期货研发中心

图 8：2018 年政策重点转向“去杠杆”和“补短板”



资料来源：十九大报告，信达期货研发中心

4. 近几年规律：国家政策导向直接决定市场表现

从 2015-2017 年这三年市场表现情况看，国家政策导向将直接影响市场的表现。2015 年是我国供给侧结构性改革的元年，当年国家的主要政策侧重于“降成本”，多次下调法定存款准备金率及存贷款基准利率，催生了股市和债市的牛市；2016 年政策的重点是煤炭、钢铁等领域的“去产能”，进而带来了大宗商品的一轮牛市；2017 年政府大力引导房地产“去库存”，三、四线城市的房价出现暴涨。进入 2018 年，我们认为国家政策的导向将继续成为影响我国资本市场的重要因素。市场无风险利率水平的高低对不同资产价格表现及风格有着重大的影响，2018 金融去杠杆是政策主基调，货币政策难以出现明显放松，无风险利率水平中枢难以出现趋势性下行。受此影响，无论是股市及大宗商品再现分化；股市的风格配置上，大盘股在利率上行周期的表现要好于中小盘股；债市熊市格局暂时难以出现反转。

图 9：2015-2017 年，政策直接决定市场表现

年份	政策重点	市场表现
2015年	降成本（降息、降准）	股市、债市牛市
2016年	去产能	大宗商品牛市
2017年	去库存	三四线城市房价大涨
2018年	去杠杆、补短板、降成本	1) 股市、大宗商品分化加剧 2) 股市市场风格分化，大盘股表现总体要好于中小盘 3) 债市熊市格局短期难以扭转

资料来源：政府工作报告，信达期货研发中心

三、房地产：房产税酝酿推出，启动新的三年棚改攻坚计划

今年政府工作报告中关于房地产方面的文字表述与十九大报告基本一致，继续坚持“房子是用来住的，不是用来炒”的政策定位。这一定位从 2016 年至今一年多时间在和房地产有关的重要文件中都是一以贯之的。但有两个内容值得重点关注，其一是新的三年棚改攻坚计划启动；其二是房产税的酝酿推出。

1. 新三年棚改计划再启动

第一轮 3 年棚改计划从 2015 年 6 月开始实行，截至到 2018 年结束。三年以来，国家所推行的棚改货币化安置工作极大地缓解了三四线城市的高库存问题，同时也对整个房地产形成了一定的支撑，这使得本轮房地产投资及销售下行的速度较之于以往都要温和。在稳步实施推进第一轮棚改货币化的前提下，2017 年国务院常务会议及 2018 年政府工作报告均提出将启动新一轮的三年棚改攻坚计划，每年开工 580 万套，并在库存量大，市场房源非常充足的三四线城市和县城，要进一步提高货币化安置比例，促进去库存。

表 2：前后两轮棚改货币化情况对比

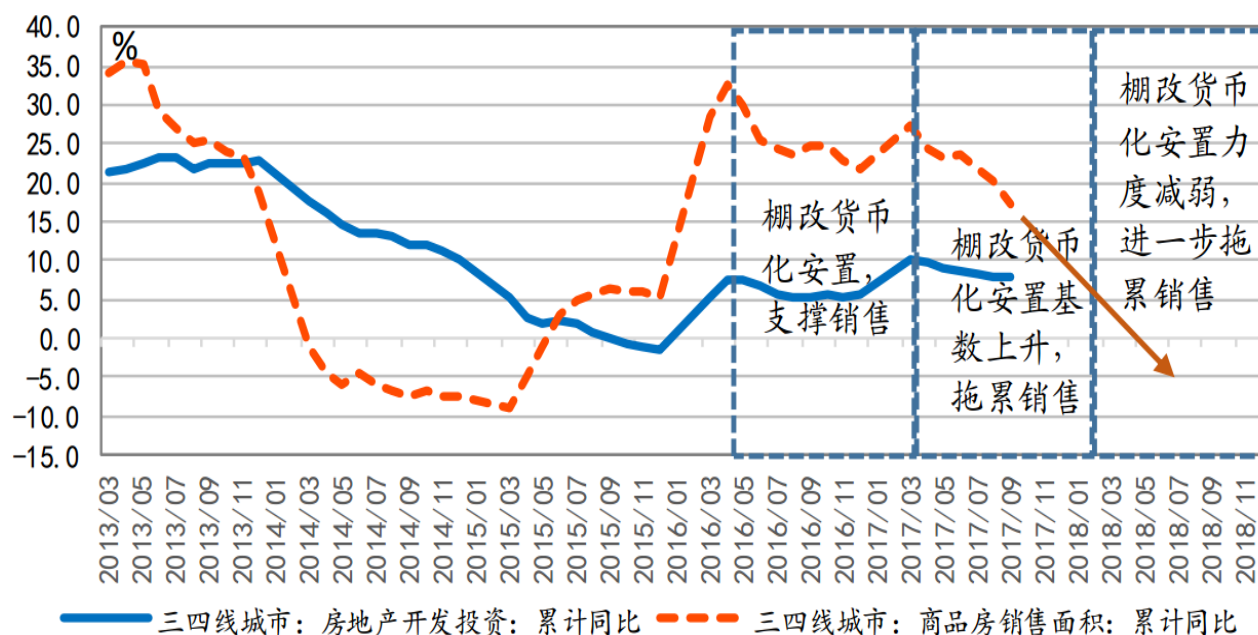
项目	时间跨度	棚改计划内容	完成情况
第一轮棚改计划	2015/06—2018/06(3年)	按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年行动计划，改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区 1800 万套	第一轮棚改计划完成情况：2015 年开工 601 万套；2016 年开工 606 万套；2017 年计划开工 600 万套
第二轮棚改计划	2018/06—2020/06(3年)	在 2018-2020 年期间，每年再改造各类棚户区 580 万套；在库存量大，市场房源非常充足的三四线城市和县城；要进一步提高货币化安置比例，促进去库存	

资料来源：新闻资料整理，信达期货研发中心

新一轮棚改攻坚计划的启动在未来三年内仍将会支撑房地产销售，在棚改货币化安置政策继续实施背景下，三线、四线城市商品房销售依然较为坚挺。但我们认为，与 2016 年和 2017 年相比，2018 年不仅棚改总量将有所下降，而且政府在确定货币化安置比例时将更为谨慎，会更多地考虑商品住房库存的情况。鉴于当前我国三、四线城市商品房的库存水平已下降至较低的水平，后续对于一些库存比较低且房源不是

很充足的县城，货币化安置的比例将下降，再叠加今年棚改货币化安置基数的上升。综合判断，2018年棚改货币化对地产销售有支撑但支撑力度在边际上有所减弱。

图 10：预计 2018 年棚改计划对三、四线城市地产销售的支撑力度边际在减弱



资料来源：兴业研究，信达期货研发中心

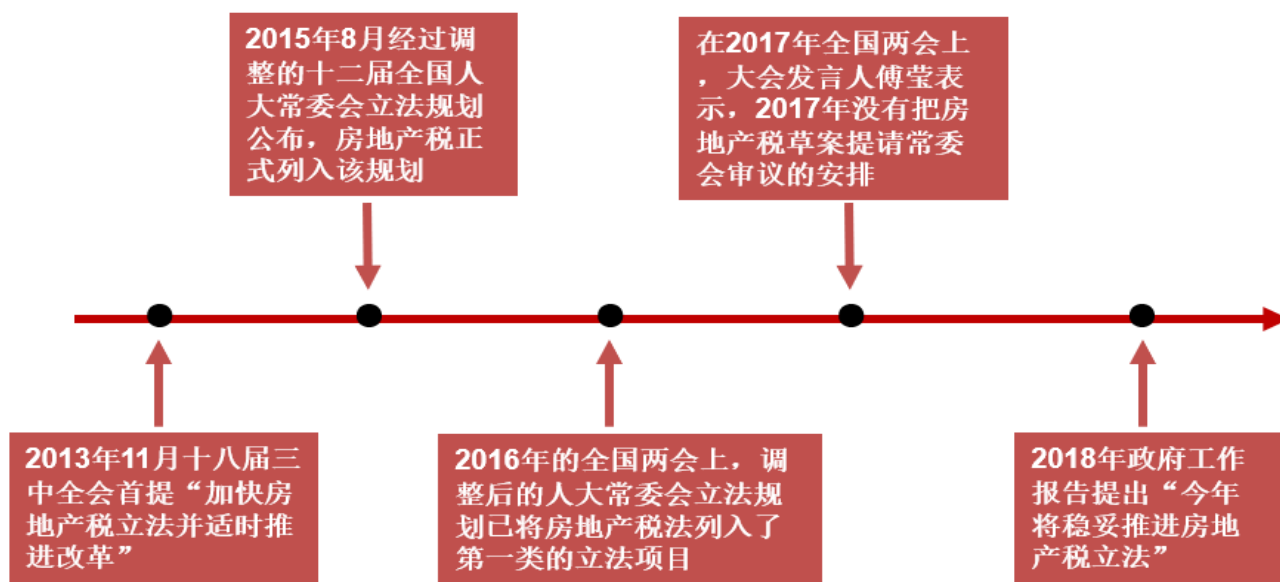
2. 房地产长效机制的建立对地产投资的带动作用有限

去年的十九大、中央经济工作会议及今年两会政府工作报告，国家均把“加快住房制度改革和长效机制建设”列为 2018 年要着力抓好的重点工作之一，并强调要“力争取得明显的成效”。近年以来，我国不断加大房地产市场的调控力度，最大的亮点是住房租赁市场的发展，这也是房地产基础性制度和长效机制的重要组成部分。我们认为建立房地产长效机制，比如租赁房，租售同权等制度的推出，其核心还是增加供给，在某种程度上反过来也将增加后续地产相关方面的投资。但这些过程，从量级上看，启动还是比较慢的，目前也只有少部分城市在试点推行。据我们初步评估，房地产长效机制的建立是一个长远的过程，短期内来看其对房地产投资及销售等方面的改善支撑力度有限，其改变的只是房地产投资下行的斜率，但无法改变房地产投资下行的方向。在 2018 年，我们仍然会看到整个商品房销售下滑的趋势，整个地产投资也将继续呈现缓慢回落的态势。

3. 房地产税推出是大势所趋，但短期内落地比较困难

政府工作报告提出“今年将稳妥推进房地产税立法”，这是时隔4年之后，政府工作报告再提房地产税立法的问题。房地产税立法被认为是房地产调控长效机制的一部分，对调节收入分配和财富差距、培育地方主体税源、抑制房价上涨等均有积极作用。可以肯定，房地产税的推出是大势所趋，未来一定会推出执行，但考虑到相关立法工作的仍面临较多问题尚待解决，预计短期内落地比较困难。

图 11：“房地产税”立法改革经历的过程



资料来源：新闻资料整理，信达期货研发中心

4. 新一轮全国楼市调控来袭，首套房贷款平均利率大幅上行

从2016年“9.30新政”开始，全国楼市开始进入全面的收紧调控阶段，伴随而来的是银行按揭贷款的收紧以及贷款利率的上行。但进入到2018年，尤其是春节过后，贷款利率收紧的态势有了进一步加强。根据融360统计的最新数据显示，2018年2月全国首套房贷款平均利率为5.46%，相当于基准利率1.114倍，环比2018年1月上升0.55%；同比去年2月首套房贷款平均利率4.47%，上升22.15%。

从以往情况看，新年伊始，各家银行贷款额度应该比较充裕，但今年各家银行房贷利率却纷纷上浮，贷款额度收紧，甚至暂停放贷。随着国家对于房地产市场的态度更加明朗，可以预测未来房贷利率仍有上浮空间，房贷市场继续保持收紧的态势。各地银行普遍上调首套房贷款利率，意味着新一轮的全国楼市调控再次来袭，按照这样的趋势延续下去，预计不管是对商品房销售还是房地产投资均将受到较大的影响。

图 12：进入 2018 年后，首套房贷款平均利率大幅上行

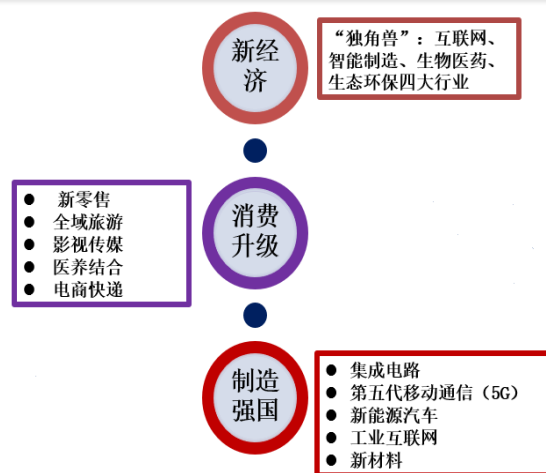


资料来源：融 360 官网，信达期货研发中心

四、敲黑板——从政府工作报告管窥 2018 年市场投资机会

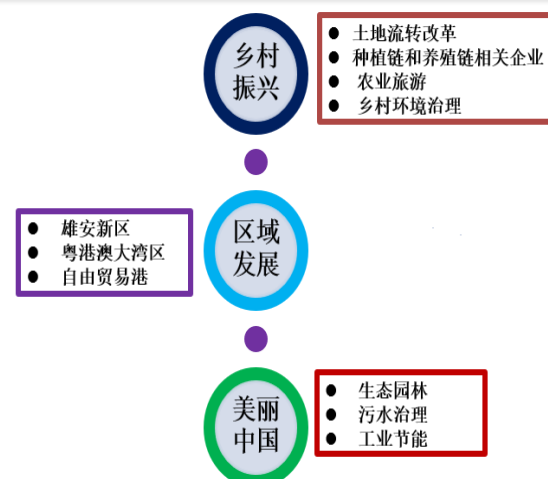
透过今年的政府工作报告管窥 2018 年 A 股市场的投资机会，我们认为需要紧抓“新经济”、“消费升级”、“制造强国”、“乡村振兴”、“区域发展”、“美丽中国”等六大主题投资机会及由这六大主题所衍生出来的各个细分领域板块。

图 13：2018 年主题投资机会聚焦



资料来源：十九大报告，信达期货研发中心

图 14：2018 年主题投资机会聚焦



资料来源：十九大报告，信达期货研发中心

1. 新经济

今年政府工作报告指出“要发展壮大新动能”，并明确提出要“支持优质创新型企业上市融资”。两会前夕，证监会、沪深交易所等监管层均纷纷表态，要创造条件支持中国的“独角兽”（主要是指：互联网、智能制造、生物医药、升态环保四个行业的企业）企业上市，争取把上述优质企业留在国内上市。从三六零借壳回归，到富士康 IPO 快节奏推进，再到传出小米拟 A+H 股上市，二级市场正显现出拥抱新经济企业的巨大热情。未来新兴产业“巨无霸”或“独角兽”通过 IPO 或并购重组登陆 A 股将成趋势，而这些独角兽企业上市后，将对我国资本市场格局产生深远影响。

2. 消费升级

今年政府工作报告提出“增强消费对经济发展的基础性作用。推进消费升级，发展消费新业态新模式”，并对鼓励消费作出了具体部署。主要包括提高个税起征点；为企业减税降负；下调汽车、部分日用消费品等进口关税；支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给；创建全域旅游示范区；降低重点国有景区门票价格；推动网购、快递健康发展等。在居民收入改善的背景下，我们认为 2018 年消费升级领域将迎来重大的投资机会。

3. 制造强国

政府工作报告指出要加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，发展工业互联网平台，创建“中国制造 2025”示范区。此外，报告还强调要大力推动高质量发展，积极促进有效投资，积极实施中国制造 2025 规划，以上这些均将为我国制造业的崛起提供政策支持。

4. 乡村振兴

报告对 2018 年政府工作进行了详尽的安排，其中提到要“大力实施乡村振兴战略”。要科学制定规划，健全城乡融合发展体制机制，依靠改革创新壮大乡村发展新动能，并在推进农业供给侧结构性改革、全面深化农村改革、推动农村各项事业发展等方面做足工作。今年政府工作报告有关乡村振兴方面内容的表述沿袭了 2018 年《中央一号文件》。随着接下来“乡村振兴”战略规划的出台，以及各部门各地区的专项方案陆续发布，“乡村振兴”将进入细化实化工作阶段，而“乡村振兴”概念也有望迎来主题投资机会。

5. 区域发展

今年是改革开放 40 周年纪念日，中国将迎来全面开放新格局。此前，刘鹤在达沃斯论坛表示今年的开放政策将超出国际社会预期，释放出强烈的高层信号。在 2018 年迎来全面开放新格局的背景下，

自由贸易港有望迎来重大的利好支持。报告在塑造区域发展新格局中重点指出要“高起点规划、高标准建设雄安新区；出台实施粤港澳大湾区发展规划，全面推进内地同香港、澳门互利合作”，叠加今年“雄安新区”及“粤港澳大湾区”规划推出也将满一周年，预计具体的实施方案将相继落地。

6. 美丽中国

十九大报告把建设生态文明上升为中华民族永续发展的千年大计的高度，在党代会报告史上是第一次。它充分表明了以习近平同志为核心的党中央对生态文明建设的高度重视，也充分表明党中央是站在一个纵深的历史深度和高远的战略高度审视生态文明建设这件关系中华民族发展的大事。今年政府工作报告再谈要坚决打好“三大攻坚战”。生态文明建设已上升为国家的战略，三大攻坚战将引领今后三年政府工作的核心主线，而“美丽中国”作为生态文明建设的直观反映，在国家政策的支持下，也将迎来不错的主题配置机会。

五、2018 年大类资产配置机会

对于 2018 年大类资产配置的机会，我们将继续重申 2017 年底年报中的观点：股票是大类资产中确定性最高的资产；2018 年的大宗商品内部将呈现极致的分化，工业品内部有色金属的机会最好，黑色表现最弱；债券市场延续偏熊市走势，暂时难以看到“熊”转“牛”的条件出现。

1. 股票：大类资产中确定性最高的资产大类

理由：（一）估值角度：对比美股、港股及其他发达国家的股市，目前 A 股的绝对估值和百分位比较全球主要市场都不高，A 股的估值“洼地”进一步显现；**（二）波动率角度：**A 股的波动率已降至 2002 年以来的最低值，而且随着中国资本市场对外开放的加深（沪港通、深港通的开通，沪伦通正在酝酿开通等），以及养老金改革和中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场后带来市场投资者结构的重构，股票资产波动率中枢有望降低，从而提升其配置的性价比；**（三）确定性角度：**我国企业盈利的能力改善，增速上可能放缓但盈利向好的趋势不改，市场一致预期趋势性上调，而且全球同步复苏也增强了企业盈利向好的趋势和动能，从而奠定了 A 股继续开启结构性慢牛行情的逻辑基础。

市场风格：价值投资风格并未改变，细分行业龙头、成长性个股将进一步受到市场资金的青睐。无论是白马蓝筹还是创蓝筹，都是以业绩良好，稳定增长作为基础。在当下时点，再期望从白马身上继续赚估值提升的钱显然已比较困难，我们认为下一阶段需要去赚业绩增长的钱。

相比于 2017 年市场风格集中在“漂亮 50”或者白马股，我们认为 2018 年 A 股的市场风格将会表现地更为均衡，在布局上继续坚持“以龙为首”，逐步向各个细分行业的龙头进行扩散。

2. 大宗商品：内部呈明显分化，国际定价大宗强于国内定价大宗

2018 年工业品内部表现是分化的一年。考虑到影响时滞和传导顺序的影响，我们认为越靠近下游终端

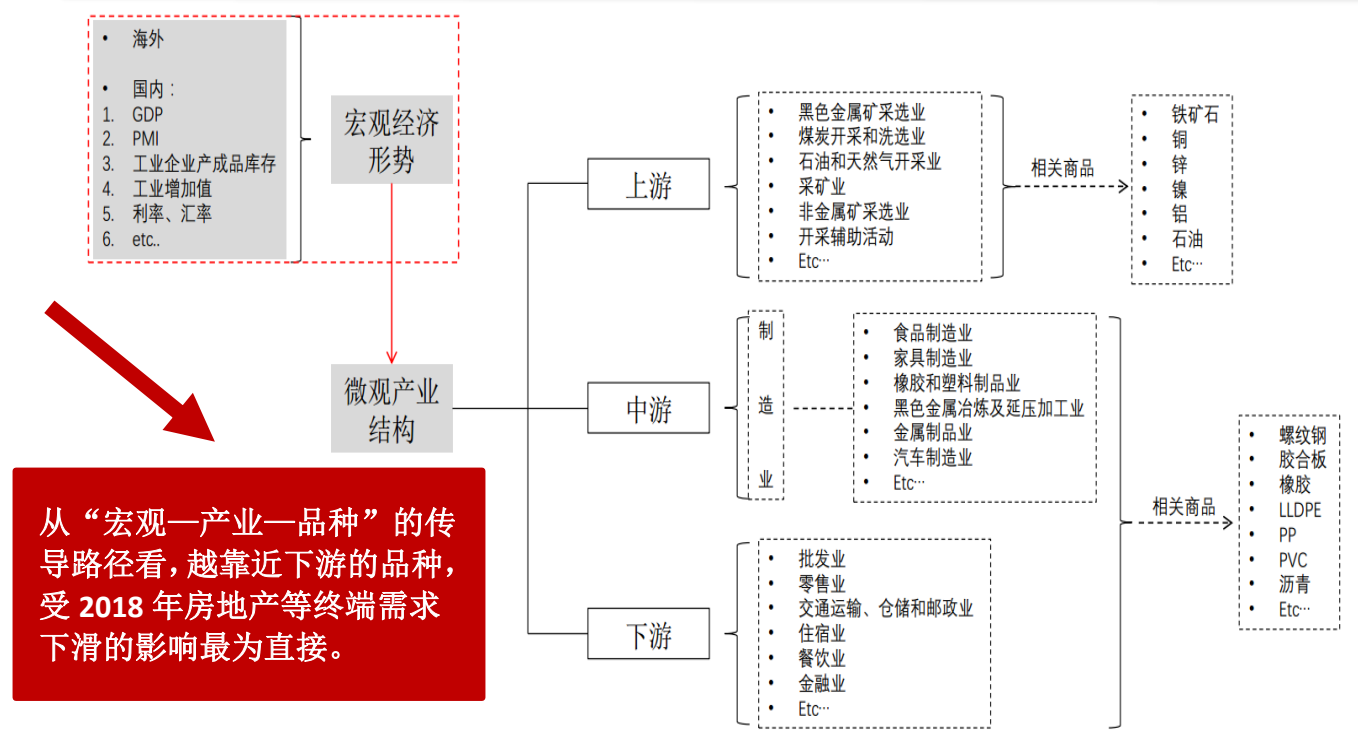
需求的品种（如螺纹钢、热卷等）可能受房地产投资增速下滑的影响越明显，而越接近上游原料端的品种（铁矿、有色金属等）受到的影响可能越滞后。

其次，从品种属性的视角看，2018年的消费将继续保持较为高速的增长势头，而投资则面临较大的下行压力。所以，2018年跟消费相关的商品表现要整体好于跟投资相关的商品，像原油还有一部分的有色金属，它们的表现比一部分的黑色强。

最后，从品种的定价权视角看，2018年全球经济将延续2017年的复苏势头，而且宏观层面、微观层面的很多证据都指向全球“朱格拉周期”（设备周期）已经开启。海外正处于新一轮产能周期中，对海外制造业投资有明显的提振作用。那么，参考国际定价的原油、有色金属等品种亦可能因此受益。

大宗商品品种排序：有色金属 > 化工品 > 黑色；国际定价大宗（有色、原油等）> 国内定价大宗

图 15：“宏观—产业—品种”自上而下的视角切换



资料来源：Wind，信达期货研发中心

3. 债市：延续偏熊走势

在金融严监管大背景下，随着金融去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务，货币政策难以出现大幅转向，市场流动性总体呈现紧平衡，在趋势上维持“易紧难松”格局，无风险利率的中枢尚不具备趋势性下行基础。受利率水平高位震荡的压制，债市的底部仍未到来。从时点来看，2018年上半年债熊走势大概率仍将延续，收益率高位震荡；下半年债市的走势相对不明朗，我们觉得可以关注以下两个方面因素：其一，由利率上行导致的融资成本上升对经济的负面影响能否继续支持政策面实施；其二，资管新规对非标资产的限制能否有效提升金融机构对债券配置的需求。若上述因素不出现，而大环境延续金融严监管的态势下，债市整体依旧偏弱。但如果上述因素出现，利率端出现明显的下行走势，那么债券将迎来交易性机会。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

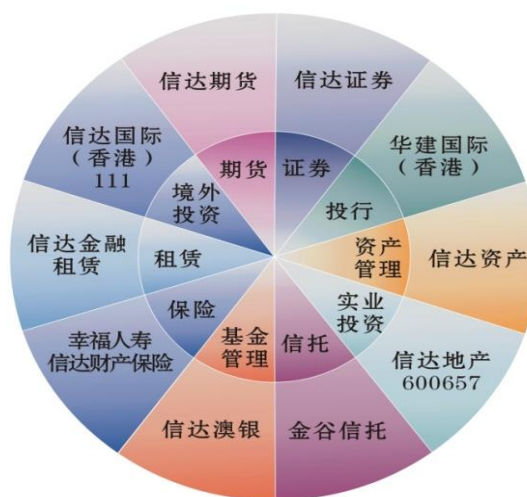
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部 16 家分支机构，公司将合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82328735)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-28862306)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061919)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨市南岗区长江路 157 号盟科汇 A 座 503 室 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27857766)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦 1 幢十一层 1 号 (咨询电话: 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839998)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708006)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 (咨询电话: 0755-83739096)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。