

布局改革

十八届三中全会改革系列研究之一

◆改革是未来发展的主线

习近平在 G20 上的发言指出：为了从根本上解决经济的长远发展问题，必须坚定推动结构改革，宁可将增长速度降下来一些。任何一项事业，都需要远近兼顾、深谋远虑，杀鸡取卵、竭泽而渔式的发展是不会长久的。布局改革、拉开序幕。

◆本次三中全会意义堪比 11 届：历史转折点，政策超预期可期

中国经济经历了三十年的高成长，但“高消耗、高增长、高失衡”的经济增长模式难以为继。劳动力、资源能源、环保、金融等领域失衡现象明显，中国的社会和经济急需改革。11 月的三中全会堪比 11 届三中全会，是中国社会和经济全面改革的起点。

◆调结构、稳增长、促改革、反腐败是 11 月三中全会的本质

调结构、促改革、反腐败已建立长效机制，是本届政府执政的核心，也是未来中长期的主线。全面深化改革推动要素市场进一步市场化，使土地、劳动力、资金、资源等生产要素得到更效率的配置和利用；在政府层面推动财政制度改革，减少地方政府投资的冲动，保持地方的可持续性发展。改革将会进一步增强企业分化、重组与集中的趋势，而营造公平竞争和有利创新的环境条件是不同所有制企业平等使用生产要素的关键。稳增长是政府的最低目标。在稳增长的基础上调结构，调结构是目的，稳增长是前提。政府对经济减速持有一定的容忍度，尽量保持不出台短期刺激性政策。但如果失去了社会稳定，改革和革命赛跑的游戏就可能失败，结构调整就可能无从谈起。政策取决于经济下滑的幅度，但经济增长不会走依赖投资驱动的老路。

◆布局改革：投资进入下半场

2012 年 12 月以来，A 股市场经历了信心恢复和调结构的上半场，8 月末开始进入促改革的下半场。上半场的转型影响的是具体的某个行业、板块或热点，对改革政策期待高的预热。下半场的改革对股市投资影响更深、范围更大、时间更长。我们认为未来改革将会主导整个行情的演绎，这主要是改革力度超预期、短期刺激性强而长期影响力持续所致。布局改革、刻不容缓。

◆改革主导投资的路径

十八届三中全会是出台改革政策的密集期，按其重点领域和出台时机可按照五个改革方向去寻找投资路径：1、深化经济体制改革（财税体制、金融体制、投融资体制、价格体制、国企改革等）；2、改善与保障民生（社保医疗、二胎政策、食品安全、教育文化、收入分配等）；3、建设新型城镇化（户籍制度改革、土地改革等）；4 转变经济发展方式（传统产业的重组合并、现代服务业等）；5、上海自贸区（金融服务业、贸易、物流、地产等）。

分析师

薛俊 (执业证书编号：S0930510120022)

021-22169045

xuejun1@ebscn.com

刘名斌 (执业证书编号：S0930511100003)

021-22169170

liumb@ebscn.com

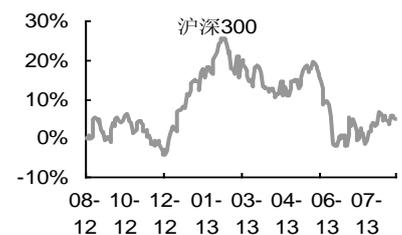
联系人

孙枫

021-22169324

sunfeng@ebscn.com

大盘走势图



相关研报

我们认识到，为了从根本上解决经济的长远发展问题，必须坚定推动结构性改革，宁可增长速度降下来一些。任何一项事业，都需要远近兼顾、深谋远虑，杀鸡取卵、竭泽而渔式的发展是不会长久的。

-----习近平主席 G20 讲话（2013 年 9 月 5 日，俄罗斯圣彼得堡）

1、十八届三中全会是改革的顶层设计

在经历了次贷危机、四万亿投资之后，中国进入了新的历史转折期，调结构、促改革的共识越发强烈。我们认为，11 月召开的十八届三中全会将会出台中国经济社会整体改革的顶层设计，重要性不言而喻。而中国股市的新行情也将随之展开。

1.1、2013 年 11 月将召开十八届三中全会

中共中央政治局 8 月 27 日召开会议，决定今年 11 月在北京召开中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究全面深化改革重大问题。会议审议通过了《建立健全惩治和预防腐败体系 2013-2017 年工作规划》、《关于地方政府职能转变和机构改革的意见》，听取了中国（上海）自由贸易试验区筹备工作汇报。中共中央总书记习近平主持会议。

1.2、本次三中全会意义堪比十一届：历史转折点

三中全会每 5 年举行一次，议题多锁定发展和改革，与经济发展相关。纵观历史，十一届三中全会奠定了改革开放的总路线，也是中国近三十年来经济高速增长的起点。其背景是，1976 年结束文化大革命，但到了 1978 年国民经济仍然没有多大起色，产业结构严重失衡，粮食总产量增长缓慢，工业总体效率低下，人民生活水平没有改善。78 年底召开的十一届三中全会彻底扭转了这一颓势，其意义表现为：

- 1、确立“实践是检验真理的唯一标准”的历史地位，结束“两个凡是”，实现思想路线的拨乱反正。会议要求把工作着重点转移到社会主义现代化建设上来。
- 2、恢复党的民主集中制。指出经济管理体制权力过于集中，需要有领导地大胆下放，并应着手大力精简各级经济行政机构。
- 3、加强社会主义法制，过去脱离党和群众的监督必须永远废止。
- 4、全面实施“改革开放”新政策。

我们认为，本届三中全会的重要程度堪比 1978 年的十一届三中全会，具有历史里程碑的意义，是改革的新启程。

图表 1：历届三中全会的内容及影响

历届会议	会议时间	会议内容	影响及经济状况
11 届三中全会	1978 年 12 月 18 日~22 日	会议批判“两个凡是”错误方针，提出实践是检验真理的唯一标准，启动“改革开放”政策。	中国历史伟大转折，改革进入启动阶段：逐步摆脱传统计划经济束缚，改革由农村开始。
12 届三中全会	1984 年 10 月 20 日	会议通过《中共中央关于经济体制改革的决定》，实施有计划的商品经济。	中国经济体制改革进入了第二阶段：由农村走向城市和整个经济领域。

13 届三中 全会	1988 年 9 月 26 日~ 30 日	会议通过了《关于价格、工资改革的初步方案》和《中共中央关于加强和改进企业思想政治工作的通知》。	治理经济环境、整顿经济秩序、全面深化改革。
14 届三中 全会	1993 年 11 月 11 日~ 14 日	会议通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，建立社会主义市场经济体制。	此次会议后，我国的经济体制改革向纵深处发展，保证了此后中国经济的高速增长。
15 届三中 全会	1998 年 10 月 12 日~ 14 日	会议通过了《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，并提出了到 2010 年建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标。	城乡矛盾突出的背景下提出建设新农村战略；加盟 WTO。
16 届三中 全会	2003 年 10 月 11 日~ 14 日	会议通过了《中共中央关于完善市场经济体制若干问题的决定》，明确产权制度，提出以人为本。	国有企业改革等，经济强劲上扬。
17 届三中 全会	2008 年 10 月 9 日~ 12 日	会议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，加快社会主义新农村建设，大力推动城乡统筹发展。	次贷危机后，加快经济发展模式转变。
18 届三中 全会	2013 年 11 月	研究全面深化改革重大问题。	

数据来源：互联网，光大证券

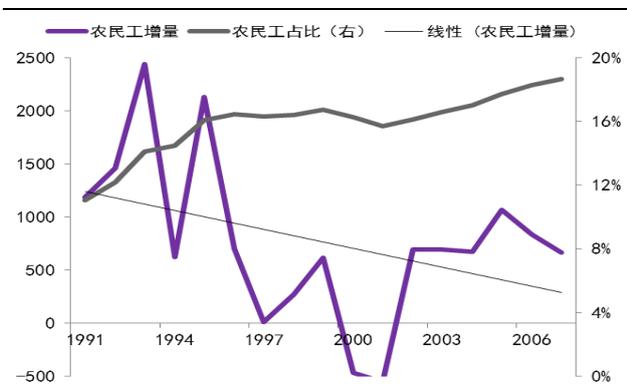
1.3、中国固有增长模式：高消耗、高增长、高失衡

中国经济经历了三十年的高成长，取得了巨大的成就，但也积累了很多顽疾，“高消耗、高增长、高失衡”的经济增长模式难以为继，“四万亿”投资之后的经济再次暴露了这一模式的缺陷。从支撑中国经济高增长的要素市场来看，其变化相当巨大，我们认为主要集中于劳动力、资源能源、金融、环保等领域。

人口红利减少，劳动力成本上升

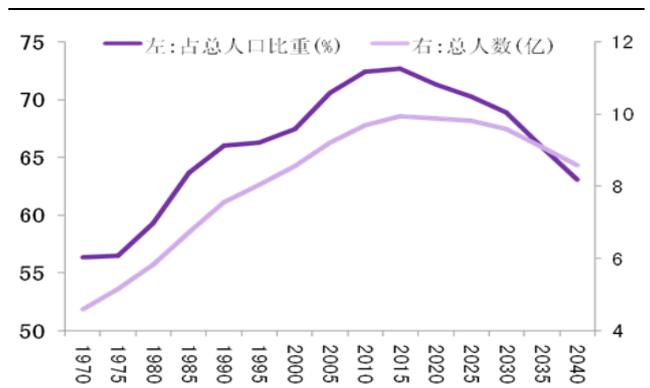
虽然中国人口红利的拐点要在 2015-20 年才能达到，但支撑中国全要素生产率提高的人口转移(从农村向城市)的趋势已经出现了下滑。据测算，从 1991 年开始，农民工在总人口中的占比虽然还处于增长状态，但增速却是逐年放缓。农村劳动力向城市转移人数逐年递减，“民工荒”的出现绝非偶然。

图表 2：农民工流动规模及占比（万人，%）



数据来源：杨聪敏（2009）

图表 3：1979-2040 年中国 15-64 岁人口变化趋势



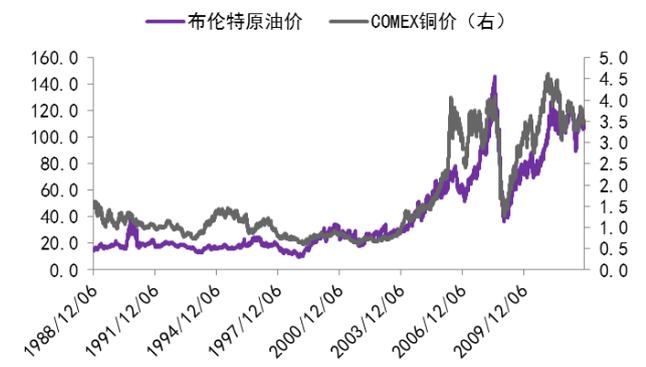
数据来源：<http://esa.un.org>

资源、能源：价格上涨、对外依赖持续上升

资源能源的价格不再便宜。2002 年至今，国际大宗商品价格趋势性上扬，

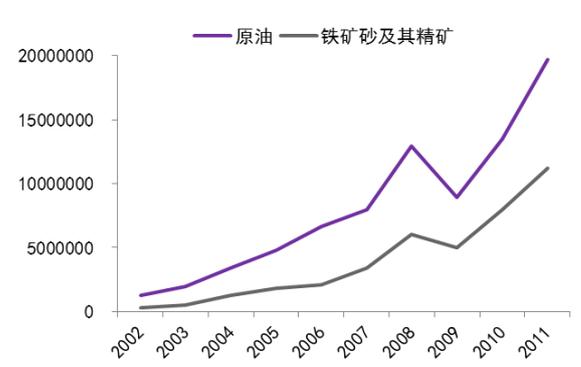
累计达 5 倍之多。同时，中国对外的资源依赖上升也较快，中国对资源能源的需求不断增加，导致进口额的大幅增加，抑制了中国经济的高速发展。受此限制，资源能源方面已经很难再有效地支持重化工业的发展。

图表 4：资源、能源价格持续性上扬（美元）



数据来源：wind

图表 5：资源、能源进口不断增加（万美元）

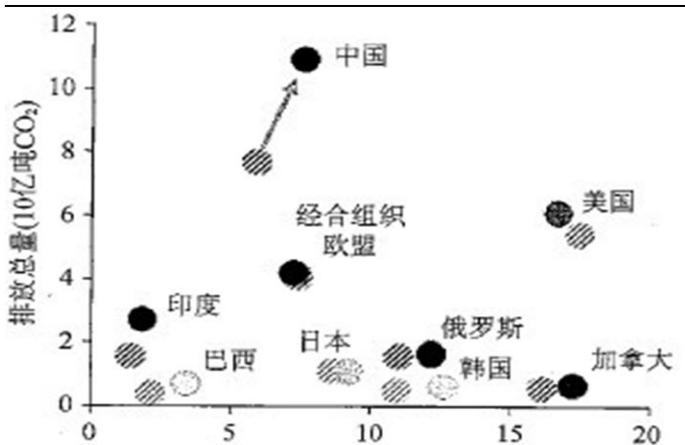


数据来源：wind

中国能耗上升快，环境污染严重

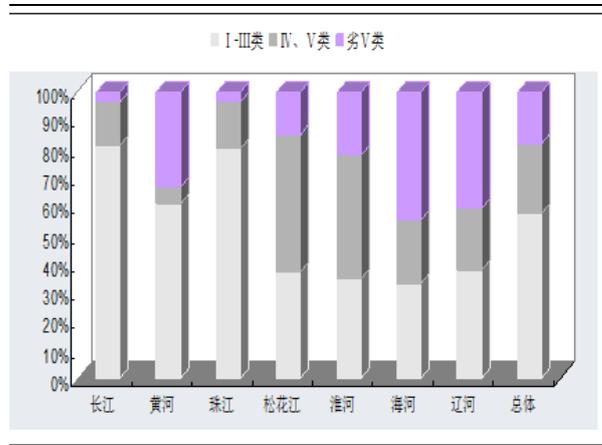
我国二氧化碳排放总量已是全球第一，而且远高于其他国家，虽然中国承诺 2020 年将其单位 GDP 碳排放强度在 2005 年基础上下降 40-45%，但按目前趋势可能无法实现：中国人均 GDP 到 2020 年将翻番，无论总排放还是人均排放都会因此而持续增长。同时，每年污染的损失要占到 GDP 的 10%，环境不堪重负。

图表 6：能源消耗产生的二氧化碳排放（2009-2030）



数据来源：《2030 年的中国，建设现代、和谐有创造力的高收入社会》

图表 7：中国七大水系水质类别比例（%）

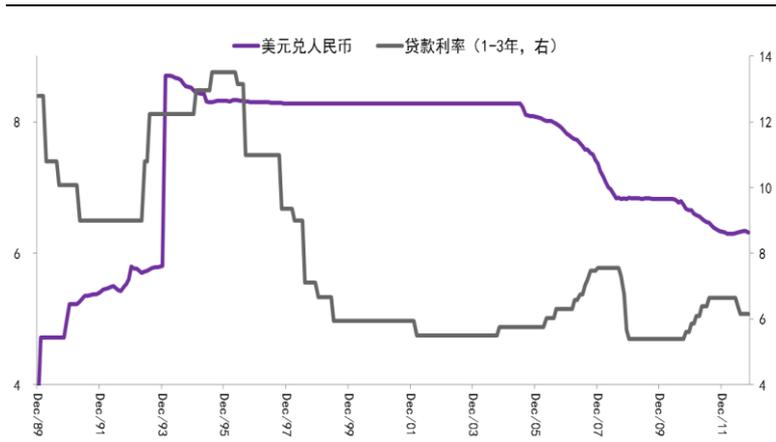


数据来源：中国环保部

金融体系僵化、投融资失衡

在以间接融资为主的中国金融体系中，利率受到国家高度监管。中国商业银行 70-80% 的利润来自存款与贷款之间的利率差，而存款利率的上限和贷款利率的下限又是由中央银行限定的，不是由资本市场的供求决定的。这导致了以抵押和担保为主的贷款体系的僵硬，银行资金倾向于借贷给大企业，中小企业资金借贷困难，没有资金的支持，中小企业很难得到较好的发展。

图表 8：人民币的利率和汇率走势（元，%）

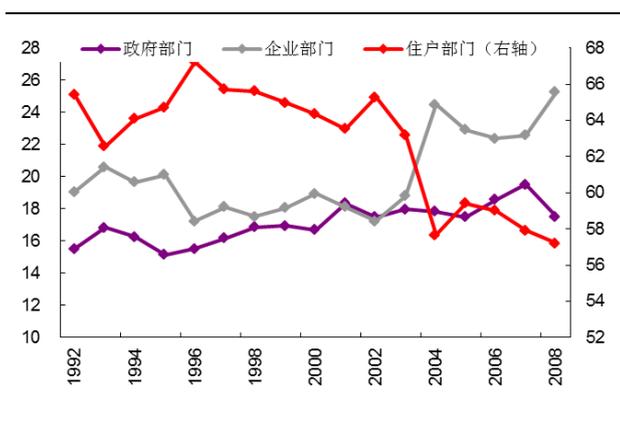


数据来源：wind

社会分配失衡

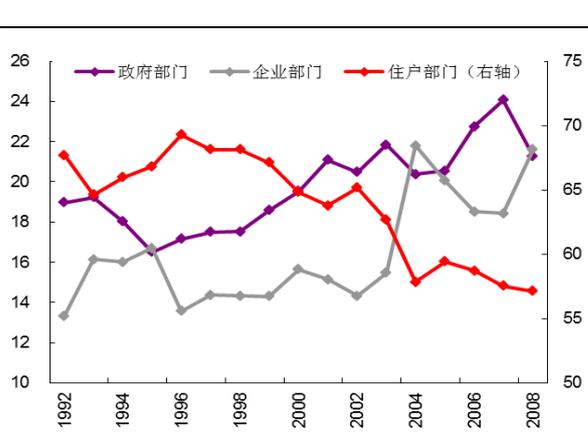
1992 年以来，在初次分配和二次分配中，政府和企业部门比重逐年上升，而住户部门无论是在初次分配还是二次分配中都处于下滑趋势，20 年间住户部门的分配占比分别下滑了 10% 左右。这不仅分化了财富的分配，而且不利于民间消费的扩大。

图表 9：国民收入初次分配格局（%）



数据来源：wind，光大证券

图表 10：国民收入二次分配格局（%）

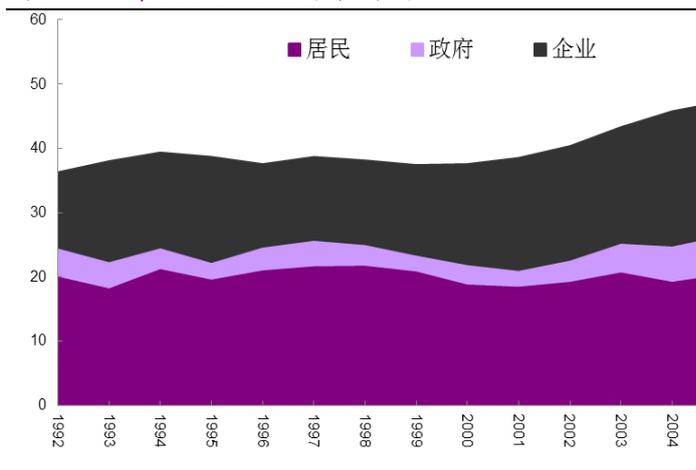


数据来源：wind，光大证券

高储蓄率成为低消费要因，社保体系急需完善

我国储蓄率的变化主要表现为：政府和企业部门的储蓄率上升导致总储蓄率持续上升；居民储蓄率稳定在 20% 的水平，但高于发达国家。过高的居民储蓄率与缺乏社会保障、收入不确定性大有较大关系。从而使得消费信心缺乏。

图表 11：中国各主体储蓄率 (%)



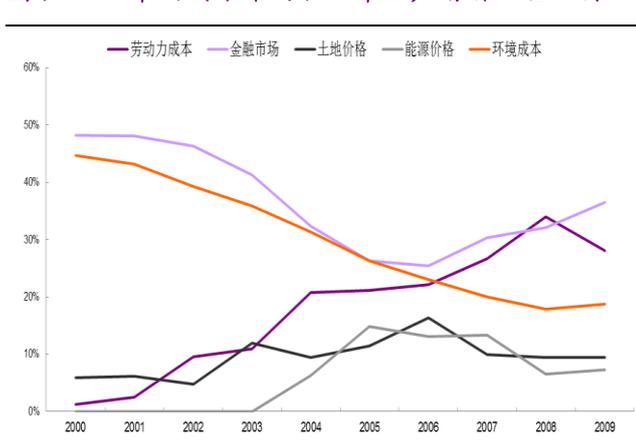
数据来源：wind，光大证券

以上这些因素导致了中国经济发展中要素市场严重扭曲。在市场化过程中，为了发展重化工业和对外保持商品竞争力，包括劳动力、土地、资本、能源和环境等几乎所有的要素都出现了不同程度的扭曲：人为压低要素价格从而降低了生产成本，为生产者提供了相应的补贴。人为地提升了生产利润、增加投资回报、提升中国产品的国际竞争力，但要素市场的扭曲却带来了严重的结构性风险，不利于中国经济的长期发展。

2000-09 年间的数据显示，资本成本的扭曲是生产者补贴额最重要的组成部分，同时，由于农民工数量上升，劳动力成本扭曲近年上升。环境成本虽然占 GDP 的比重近年有所下降，但仍然是中国经济发展的重要阻碍。

与此同时，投资力度加大不能阻止投资效率的下滑，而风险却在不断积累，中国经济真正到了高耗能、高增长、高失衡。

图表 12：中国要素市场扭曲中生产者补贴量估算



数据来源：wind，光大证券

图表 13：中国投资效率的推移



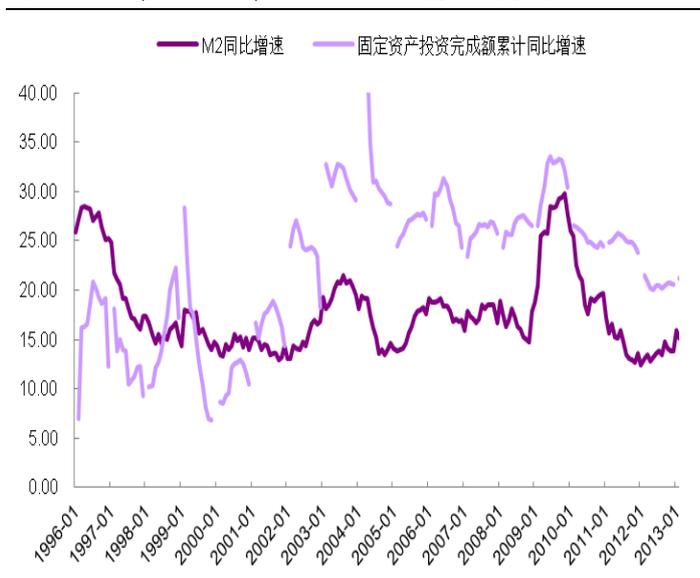
数据来源：wind，光大证券

1.4、本次三中全会：调结构、稳增长、促改革、反腐败

对于上述问题，新一届政府明确只有全面深化改革才能使中国的经济和社会得到可持续发展，而实现这一目标必须要调结构、稳增长、促改革。李克强总理多次声明，改革才是最大的红利。

与以往不同，在经济下滑至 8% 以下，政府也未出台较大规模的投资和信贷投放，而是进一步加大了调结构的力度，这可以看出政府改革的决心。

图表 14：中国的货币供给和固定资产投资 (%)



数据来源：wind，光大证券

本届政府的目标是到 2020 年全面建成小康社会，为了这个目标必须要能够实现经济持续发展、人民民主不断扩大、文化软实力显著增强、人民生活水平全面提高、建设资源节约型环境友好型社会等。

我们理解，全面深化改革的重点是实施经济体制改革和政治体制改革，现阶段行政体制改革是政治体制改革的重点。经济体制改革的关键是简政放权、处理好政府与市场、中央与地方、国有企业与非国有企业的关系。行政体制改革的关键是建立服务型政府、重视民生并提供社会保障。

全面深化改革推动要素市场进一步市场化，包括土地制度、户籍制度、价格改革、金融体系改革等，使土地、劳动力、资金、资源等生产要素更加顺畅地流动起来，得到更高效率的配置和利用；在政府层面推动财政制度改革，减少地方政府投资的冲动，保持地方的可持续性发展。全面深化改革对于企业来说，将会进一步增强企业分化、重组与集中的趋势，而营造公平竞争和有利创新的环境条件是不同所有制企业平等使用生产要素的关键。

图表 15：全面深化改革相关内容整理

全面深化改革	相关内容
经济体制改革	解决市场与政府关系、进一步让生产要素市场化
政府进一步简政放权	政府逐步退出对市场的干预
财税体制改革	营改征、消费税、房产税、资源税等
金融体制改革	多层次市场建设、利率汇率改革、人民币资本项目可自由兑换
国有企业改革	并购重组，反垄断的实施。
价格改革	电价、天然气价格、水价等
开放型经济体制改革	上海自贸区等
	金融、物流、教育、科技、医疗、体育等服务业对外开放
行政体制改革	转向服务型政府
行政审批制度改革	下放、简化行政审批权
地方行政体制改革	地方政府机构改革和职能转变
公共服务	公共服务提供主体和提供方式多元化
改善与保障民生	社会稳定的保障、向消费社会转型的前提
教育、文化	引导师资资源的重新配置
推动就业、增加收入	收入倍增计划、收入分配体制改革
社保	养老金、人口老龄化
生育	二胎政策的放开
健康	医保、食品药品安全监管、公立医院改革
建设新型城镇化	以中小城市综合试点为主。
户籍制度改革	解放劳动力
土地改革	解决三农问题的关键
产业结构调整	鼓励新兴产业、对传统产业进行整合
环境保护	综合治理水、空气、土壤污染问题

数据来源：政府相关报告，光大证券

从本次政治局会议的内容可以推测，十八届三中全会将会进一步调整政府职能：在解决市场失灵方面，政府将会进一步减少对市场的干预，重点做好公共物品的提供、解决外部性问题、规范垄断企业及克服信息的不完整性；同时会加大促进社会公平的投入力度，减少社会与经济的不平衡。

图表 16：政府的职能

	解决市场失灵			促进社会公平
最低职能	提供纯粹的公共物品 防卫 法律秩序、财产所有权 宏观经济管理、公共医疗卫生			保护贫困人群 扶贫措施 消除疾病
中型职能	解决外部效应 环境保护 基础教育	规范垄断企业 公用事业法规 反垄断政策	克服信息不完整性 保险（医疗卫生、养老金） 金融法规 消费者保护	提供社会保障 再分配性养老金 家庭津贴 失业保险
积极职能	协调私人活动 促进市场发展 集中各种举措			再分配 资产再分配

数据来源：世界银行，光大证券

同时，我们认为调结构与稳增长并非矛盾，而是辩证统一：在稳增长的基础上调结构，调结构是目的，稳增长是前提。政府对经济减速持有一定的容忍度，但经济下滑不能导致就业率的大幅恶化。就业是社会稳定的基础，失去了社会稳定，改革和革命赛跑的游戏就可能失败，结构调整就无从谈起。但同时，经济增长不能走老路，依赖投资驱动的模式已经遭遇产能过剩，依赖政府加杠杆的模式已遭遇地方政府债务瓶颈。所以政府稳增长的对措施取决于经济本身，经济只要不低于政府预期，刺激性政策出台的可能性不大。促改革、反腐败是未来中长期的主线，本届政府将会确保这一长效机制。

2、布局改革-----投资已进入下半场

“上海自贸区的批复”带动相关板块的大幅上扬可以看作是中国股市的投资已经进入下半场。与上半场的转型相比，下半场的改革对股市投资的影响更深、范围更大、时间更长。

2.1、09 年以来，板块涨跌与政策紧密相关

自 09 年以来，我们发现按照政策方向寻找投资标的能够获得可观的超额收益，且每年的股市热点也和政策紧密相关。

这一期间的宏观背景是：09 年初，为了应对次贷危机与经济下滑，政府采取了四万亿投资，并实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。同时，国家出台多项产业振兴政策来调整产业结构、扩大内需。2010-2012 年，政府财政刺激边际效应递减，以基建为主导的投资增速开始下降。以政府为主导的

高投资的后遗症开始显现，经济结构不合理的问题进一步突出，超宽松的货币政策也催生了通胀期望的上升。进入 2013 年，“稳增长、调结构”成为中国经济发展的主基调，全年经济增长目标定为 7.5%。

2009 年在央行的宽松政策和政府四万亿投资和银行巨量信贷投放的推动下股市的大幅反弹。国家先后出台了产业政策，环保、煤炭、地产、化工、电子制造等行业涨幅居前。

2010 年虽然央行继续实施宽松的货币政策，但房产价格不断上升，CPI 指数逐步走高，央行对信贷政策明显收紧，行情围绕通胀调控展开。七大新兴产业导致与节能减排相关的新能源和新材料等板块走势较为强劲。

2011 年股市出现较大下跌，持续创出新低。央行为防止恶性通胀由原先的宽松货币政策转为稳健的货币政策，密集出台多项紧缩政策；到下半年，随着国内房地产市场进入严冬，基建投资大幅削减，对通胀的担心已转变为对经济增速下滑和企业盈利下降忧虑，资金外流、资金紧张局面日益加剧。全年来看，只有农业和医疗板块出现短期行情。

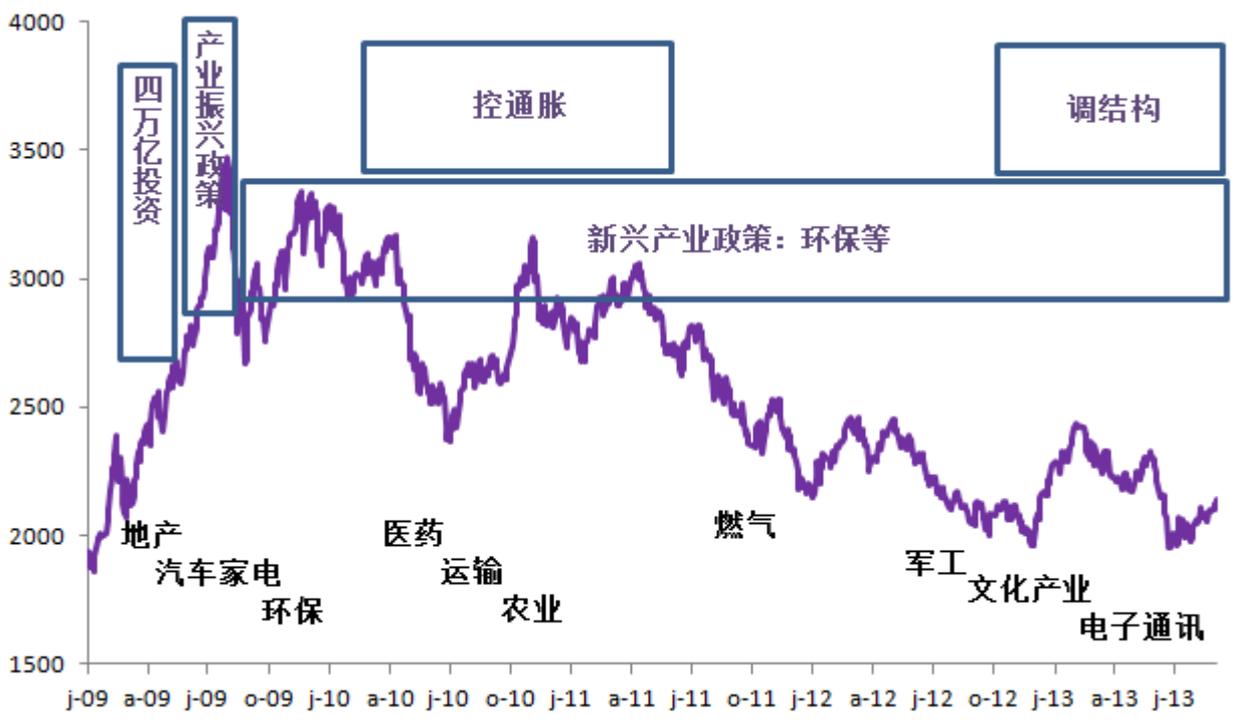
2012 年宏观经济持续下行，CPI 加速回落，调控政策走向预调微调，当年涨幅靠前的板块主要是证券、天然气和医疗，这些板块基本符合了我国政策的方向。

2013 年上半年，国家新的发展战略核心是调结构，这促使市场资金流入中小板、创业板，以及沪深主板中代表新兴产业的个股走出了独立的行情。而市场并不宽裕的资金难以支撑市值较大的周期性行业和传统行业的上涨，文化产业、电子通讯涨幅靠前。

分析近几年股市投资逻辑可得出以下结论：在经济景气持续下滑的背景下，上市公司由于缺乏业绩支撑、股市难有增量资金进入，导致股市整体上涨动力不足。但政策的出台使得投资者对相关行业、板块重拾信心，从而使得存量资金不断追逐政策热点，这也就不难解释为何在大盘不断下跌的行情中有板块不断创出新高。

同时，2012 年 12 月以来，股市的上涨延续信心恢复---调整结构---深化改革这条主线进行，我们认为现在是布局改革的时机已经到来。

图表 17：09 年以来涨幅榜前列板块与政策紧密相关

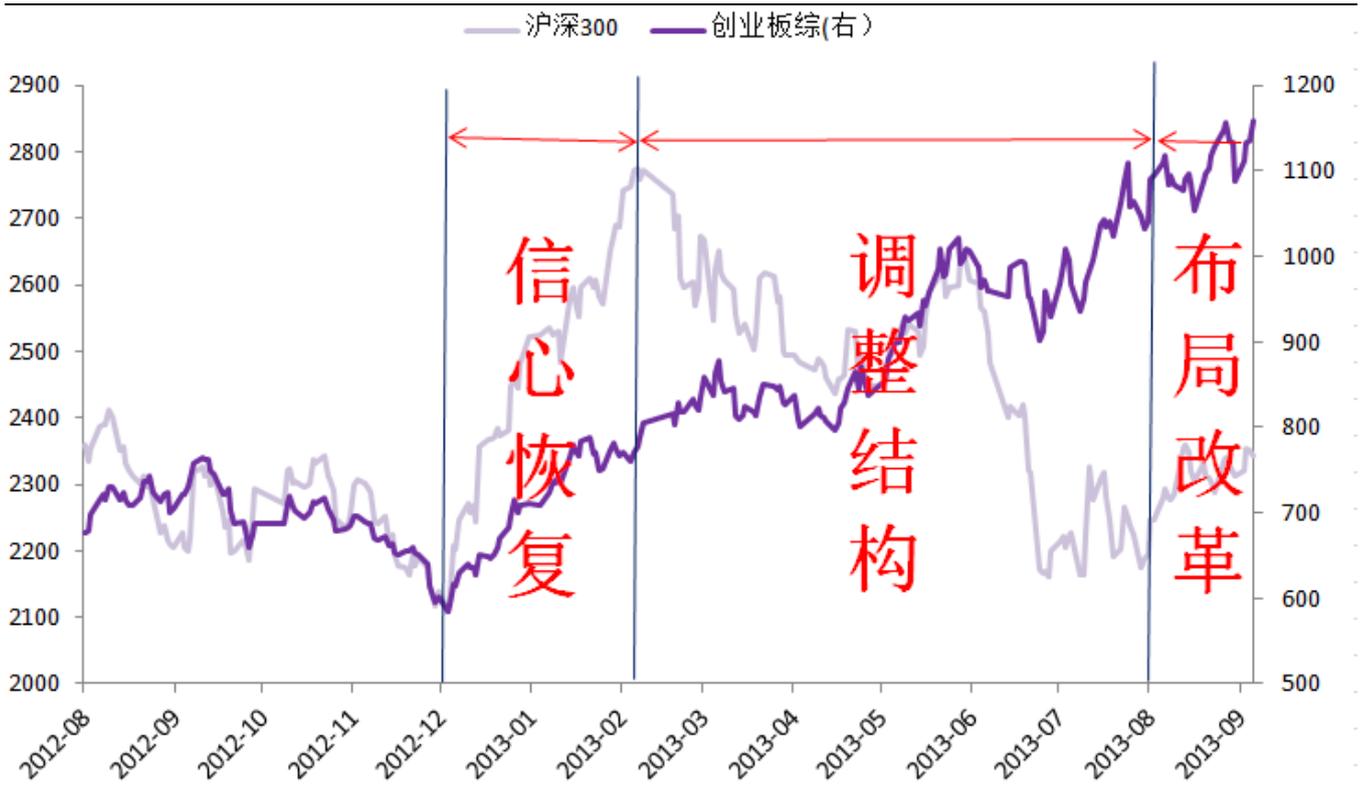


数据来源：Wind，光大证券

2.2、市场已进入下半场：上半场是“转型”，下半场就是“改革”

回顾今年上半年我们发现，在中国股市结构性行情中，股市上涨按照信心恢复---调整结构的节奏进行。“转型”是主要的驱动力，也是引导中小板、创业板为主股票的大幅上扬，文化产业、电子通信等板块上涨的背后都有转型的影子。但同时，我们也发现改革对股市的影响正在逐步加大。

图表 18: 2012 年 12 月至今中国股市上涨的节奏



数据来源: Wind, 光大证券

转型和改革互为—体, 相辅相成。在股市投资中, 转型影响的是具体的某个行业、板块或热点, 而改革涉及面更广泛, 通常是跨行业、多热点, 且影响力更加深远。

应该说, 目前市场已经逐步从上半场的转型过渡到下半场的改革, 我们认为未来改革将会主导整个行情的演绎, 这主要是改革力度超预期、短期刺激性强而长期影响力持续所致, 今年 2 大事件充分说明了这一点:

1、反腐力度不仅远超预期、且影响深远。自去年下半年以来的政府遏制“三公”消费, 到目前严查中石油腐败案, 力度非但没有减弱, 而且已经涉及到核心领域, 进一步显示政府的改革决心, 在中国历史上也是罕见。经济反腐对于股市也造成了相关行业行情的涨跌: 奢侈品、高端餐饮等消费行业陷入低迷, 相关公司股价也出现较大下滑。我们认为反腐不仅能挖出社会蛀虫, 而且也是打破行业既得利益集团的必要手段。

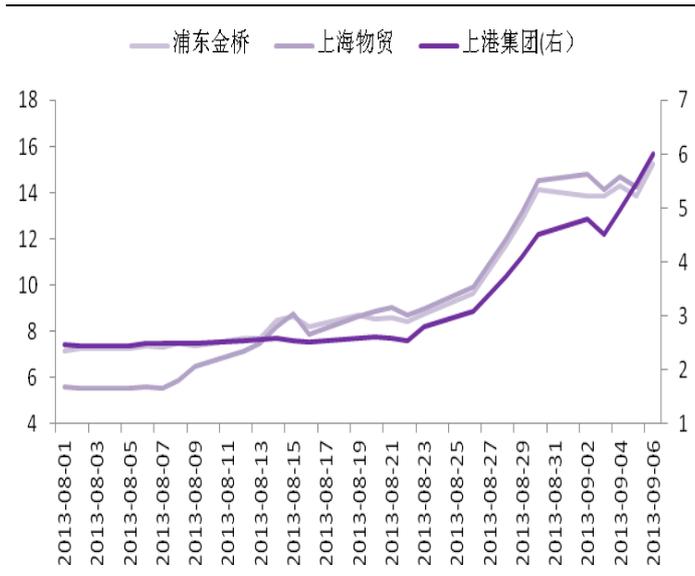
图表 19: 反腐带来的影响

时间	事件	结果	影响
2011年2月,	原铁道部部长“刘志军”案	刘志军涉嫌受贿、滥用职权, 一审宣判死缓期, 并处没收个人全部财产。	受铁道部原部长刘志军落马影响, 市场出现了对高铁不甚乐观的预期, 相关板块经历较大幅度的调整, 普遍下跌 40%左右。
2012年4月	原重庆市委书记“薄熙来”案	2013年8月26日“薄熙来”案一审结束, 择期宣判。	薄熙来案公诉体现中央反腐决心, 引起中外高度关注。庭审期间, 甚至出现了“庭审经济”的相关股价波动, 如大杨创世。
2012年8月	“‘表哥’杨达才”案	原陕西省安监局局长杨达才将就受贿、巨额财产来源不明等控罪受审。	政府反腐败的决心对奢侈品行业影响较大, 尤其以名表行业最为显著, 其次是高级饰品如翡翠、玉器等。
2012年12月	原四川省委副书记“李春城”案	涉嫌严重违纪接受中央纪委调查	因“李春城”案四川一年 8 名企业高管被查处, 涉及包括兴蓉投资、四川金路集团在内的多家上市公司。
2012年12月	中央改进工作作风的八条规定	中央“八项规定”、“六项禁令”遏制三公消费	高端白酒、餐饮、旅游行业受到较大冲击。四川高端白酒销量在 2013 年 1、2 月份出现明显下降, 销量下降了 20%~30%。
2013年5月	原国家能源局局长“刘铁男”案	2013年8月8日, 刘铁男因严重违纪案被开除党籍和公职。	以“刘铁男”案为催化剂, 发改委正在修订《政府核准的投资项目目录》, 对投资项目审批·进行重大改革。
2013年7月	葛兰素史克“行贿门”	部分高管涉嫌严重经济犯罪被立案侦查。	GSK 行贿事件将打破外资企业高价药难以降价的现状, 将对医药行业格局产生显著影响。
2013年8月	“中石油”案	国资委主任、原中国石油总裁蒋洁敏以及中石油四高管涉嫌严重违纪接受调查。	8月27日, 中国石油 A、H 股和旗下港股上市公司昆仑能源双双停牌。
2013年8月	中移动广东总经理徐龙涉嫌严重违纪接受调查	从 2009 年 12 月开始, 到如今的徐龙, 中移动四年间“落马”的管理层已经多达 14 人。	受中移动反腐影响, 其关联上市公司神州泰岳、联信永益等市值缩水。相反联通受益股价上涨。

数据来源: 互联网, 光大证券整理

2、对上海自贸区的力推。李克强总理再三强调改革是中国最大红利, 反复问上海政府要政策、还是要改革? 这都显示了政府对改革的迫切性和改革的决心。在中央批复上海自贸区后, 与此相关的股票连续涨停, 此后天津、重庆等地也传出自贸区概念, 并引领该地区股票涨停。上海自贸区的批复拉开了三中全会行情的序幕。

图表 20：上海自贸区概念股股价变动（元）



数据来源：wind，光大证券

以上说明，市场对政策的关注已经从对一个行业的转型政策逐步转向对跨行业改革政策出台的期待，只要符合发展规律和社会利益就会引来资金的青睐。对此，我们认为布局改革，刻不容缓。

3、改革投资路径的演绎

十八届三中全会是出台改革政策的密集期，按其重点领域和出台时机布局改革正当时。我们认为可以按照五个改革方向去寻找投资路径，同时对于细分的目标提出我们的分析逻辑。

一、深化经济体制改革

主要是处理好市场与政府的关系，保证各种所有制经济依法平等使用生产要素，公平参与市场竞争，同等受到法律保护。

- 1、财税体制：推进营改增、扩大消费税增收范围、扩大房产税增收范围，深化资源税改革，进一步理顺中央与地方政府的财权关系。
- 2、金融体制：推进利率市场化、人民币国际化以及金融创新，控制银行系统性风险；完善场外市场建设，加快国债期货市场建设。
- 3、投融资体制：鼓励非公有资本投向基础设施、公共事业等垄断性行业，推动民间资本有效进入金融、能源、铁路、电信等领域。
- 4、价格体制：人为压低生产投入品价格不仅导致投资效率低下，而且还产生了大量的浪费现象。因此，深化资源性产品价格改革势在必行，理顺水价、电价、成品油价格和天然气价格是重要发力点。
- 5、收入分配体制改革：中央提出要在 2020 年实现全面小康，这既是经济目标更是政治目标。我们认为收入分配体制改革主要是提高低收入群的收入所得。围绕这一目标，不仅要进一步提升最低工资金额，而且与户籍制度改革、社保体制建设等紧密相关。

二、 完善民生与社会保障体制

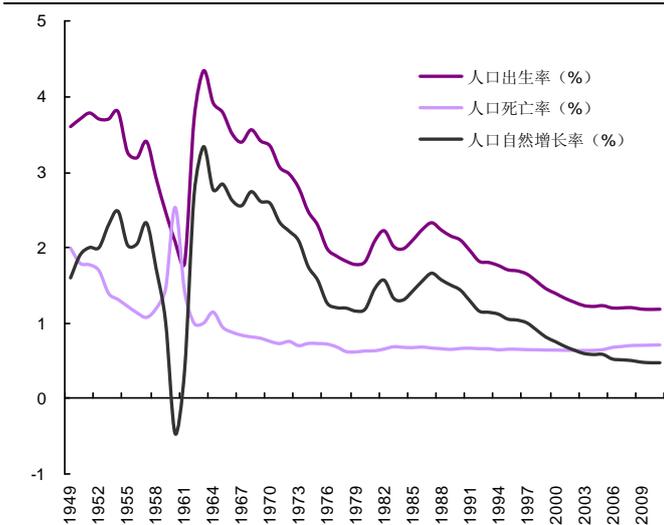
民生与社会保障体制的建设刻不容缓，因为这不仅仅关系到人民的社会福利，也和财政的可持续性发展息息相关，未来社会福利性的民生支出将会成为财政支出的重点。同时，也只有建立起社会安全保障网，才能进一步释放消费潜力。

1、**社保、医疗**：政府报告指出要巩固完善基本药物制度和基层医疗卫生机构运行新机制，加快公立医院改革，鼓励社会办医。健全全民医保体系，建立重特大疾病保障和救助机制。我们认为，发展商业保险对姐姐以来服务的信息不对称性与满足需求多样化都有较大的益处。

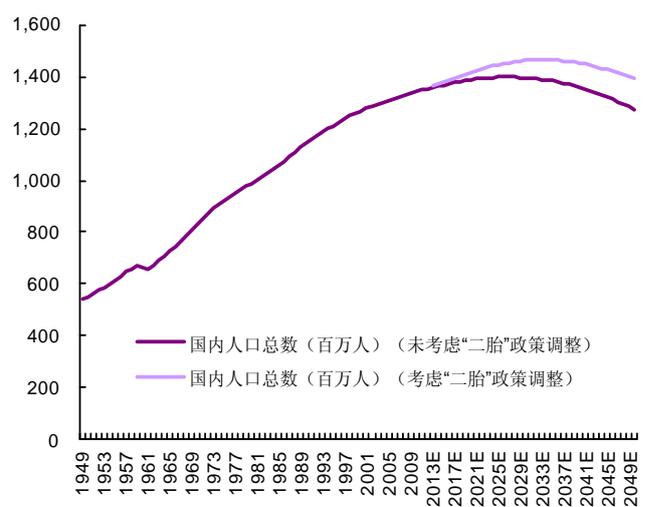
2、**计划生育改革**：全面实施放宽“二胎”政策的可能性。我们认为，若普遍允许生育二胎，25-29岁、30-34岁和35-39岁年龄段的妇女生育率将会出现不同程度的提升，尤其是在年龄偏高的妇女中会出现一波补偿生育，国内人口总和生育率可能会恢复并保持在1.54左右。在未来5-10年内，我国将会形成一个规模适度的婴儿潮，尽管这次婴儿潮并不能彻底扭转我国人口结构老化的大趋势，但是放宽“二胎”政策有利于提升消费拉动经济的力度，还能培育服务业，创造大量就业机会，有助于经济转型升级，释放巨大的改革红利。

图表 21: 国内人口出生率低位徘徊致使增长率显著放缓

图表 22: 国内人口总数在“二胎”政策下预测对比



资料来源：CEIC，光大证券



资料来源：CEIC，光大证券

3、**食品安全**：对整个流程实施统一管理，实行审批制、明确食品安全标准，进一步加大投入。

4、**文化、教育**：继续推进教育优先发展。目前我国年度财政性教育经费支出总额已超2万亿元，今后还要继续增加。要进一步深化教育综合改革，着力推动义务教育均衡发展，加快发展现代职业教育，提高各级各类教育质量，进一步促进教育公平。

三、 建设新型城镇化

城镇化的推进是保证中国经济稳定发展的根本，也是有效扩大内需的保证。但由于高房价、乱征地等抑制了未来城镇化的高效发展，而带来的后果是农地质量下降、土地财政突出、农民利益得不到保证等。我们认为本次三中全会将会着重解决城镇化面临的问题，而户籍制度改革和土地改革是关键。

1、户籍制度改革：户籍制度改革是实现农业转移人口市民化的保证，也是合理分配劳动力的有效途径。户籍制度改革的重点是不仅仅要承认外来人口的城市地位，而且也要让其享受到相应的社保和公共服务。

2、土地改革：两会政府工作报告指出，特大城市和大城市要合理控制规模，充分发挥辐射带动作用；中小城市和小城镇要增强产业发展、公共服务、吸纳就业、人口集聚功能。我们认为抑制地价过高、合理分配农地和工业用地的比例尤为重要，而如何解决同地不同权等问题成为关键。同时，土地改革又牵涉到地方财政改革。

四、 转变经济发展模式

加快转变经济发展模式是国家经济改革根本所在，减少对投资和出口的依赖性，逐步转向消费型经济，但所要时间长、涉及范围广，在短期内不容易成为投资的重点，主要包括：

1、放宽民营企业投资准入标准：反垄断法的实施是放宽民营企业准入的最好方法。破除电信通讯、资源领域的准入垄断，以及奶粉、品牌汽车的价格垄断都将为这些行业增添活力、增加行业企业的投资价值。

图表 23：国有企业市场占有率 (%)

	国有企业的市场占有率 (%)		国有企业及子公司的市场占有率 (%)
通信	3 家	96.2	
航空	5 家	76.2	
汽车	6 家	74.0	
电力	8 家	70.6	91.6
船舶运输	3 家	60.7	
银行	4 家	48.5	72.7
石化	4 家	45.3	76.6
有色	5 家	19.5	
钢铁	5 家	17.6	
煤炭	3 家	12.9	59.2
建筑	4 家	7.2	20.1

数据来源：Szamosszegi & Kyle (2011)

2、传统产业：传统行业面临产能过剩、效率低下。我们认为改革所带来的投资机会在于行业的兼并重组，同时企业自身的转型也不容忽视。

3、服务业：我们认为改革对金融服务的影响和意义会带来更多的投资机会。

五、 上海自贸区

上海自贸区的批复是中国重要的改革试验，也是政府深化改革的主要着力点。上海自贸区的建设目的包括进一步完善自由贸易功能、试点投资和金融自由化；同时，这也是通过试点为与国际规则接轨积累经验。

4、投资标的

我们认为十八届三中全会将会持续释放出改革信号，根据深化经济体制改革、民生与社会保障体制、新型城镇化、转变经济发展模式以及上海自贸区等五条主线，我们对每个子科目进行可投资行业的梳理，供投资者参考。

同时，本篇作为布局改革的开篇报告列出我们的观点和逻辑，未来我们会对每个细分科目进行深入研究分析。

图表 24：改革方向与相关受益行业

改革方向	相关受益板块、企业
深化经济体制改革	
财税体制	交运、物流、现代服务业
金融体制	券商、保险、银行等
投融资体制	公用事业、基础设施等
价格体制	资源品、天然气、石油、公用事业等
国企改革	有重组、并购可能的行业
改善与保障民生	
社保医疗	医药、医疗器械、保险、养老产业等
二胎政策	婴儿用品、奶粉等
食品安全	检测设备、品牌食品等
教育、文化	教育、文化、传媒产业等
收入分配体制改革	低端消费行业
建设新型城镇化	
户籍制度	消费行业等
土地改革	农业、拥有土地储备的公司等
转变经济发展方式	
传统产业	周期性行业的重组合并
服务业	金融、现代服务业
上海自贸区	物流、港口、地产等

数据来源：光大证券

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

薛俊，日本埼玉大学金融学硕士，策略研究团队成员。先后在长江证券和中信证券研究部从事策略研究，分获新财富策略第三名和第四名。现主要负责策略主题和基础研究。

刘名斌，中国科学技术大学理学硕士、学士，2007年开始从事期货套利策略研究与交易，2009年加入光大证券策略团队，目前从事市场策略研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebscn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebscn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebscn.com
上海	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebscn.com
	任静雯	021-22169131	-	renjingwen@ebscn.com
	席代昭	021-22167056	-	xidz@ebscn.com
深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83553559	-	lixxy1@ebscn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83553249	-	huanglh@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	罗德锦	0755-83551458	-	luodj@ebscn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	顾超	021-22167106	18616658309	guchao@ebscn.com
北京	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
国际业务	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com