

三重转型中的弱市新机

策略研究

2010 年 6 月 18 日

—2010 年下半年宏观策略主题报告

相关研究报告:

《投资于转型，取利于复苏—2010 年年度投资策略报告》

《昨夜的金花，今天的金银草-市场 环境、投资逻辑与主题比较研究 2003-04 vs 2009-10》

《寻底，鏖战“草肚皮”—2010 年 2 季度投资策略报告》

报告作者:

国联证券研究所宏观策略组

组长: 张鹏

执业编号: S0590208070087

联系人:

李斌

电话: 0510-8283 3217

E-Mail: lib@glsc.com.cn

吴汇川

电话: 0510-8283 3243

E-mail: wuhc@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资概要:

- **世界: 美元周期魔咒的三重影响。**通过对过去 40 年美元指数运行规律的分析，我们认为未来 5 年将是强势美元时期，并会给世界经济带来三重影响: (1) 强势美元周期总是伴随着新兴市场的经济危机，未来很长一段时间内，国际经济形势仍不稳定; (2) 强势美元周期必然导致大宗商品市场熊市; (3) 强势美元是以美国强势经济为支撑的，而美国经济的核心动力来自创新，新一轮的创新经济周期将有望到来。
- **中国: 发展模式转型的两大方向。**中国过去三十年的出口导向模式必须被改变，走向依靠内需为主的发展道路。因此，中国必须改革现有的收入分配制度和保障机制，提高居民显性收入(劳动报酬)，降低隐性生活成本(住房和社保)，从而提高消费率。创新、消费，以及围绕两者的投资将是中国经济增长的新模式和投资的新方向，而固定资产投资、房地产、大宗商品相关的产业链将不会有超额利润。
- **A 股市场: 做好投资的一条道路。**下半年 A 股市场整体承受着两方面的压力，一边是经济增速放缓，A 股盈利预期下降; 另一边是市场扩容后资金供需失衡，流动性支撑极其脆弱。我们认为下半年上证指数运行空间在 2200 点-2800 点之间，市场完成筑底开始反弹的时机可能要在 10 年年底。但是，结构性的投资机会依然存在，投资思路必须改变。从投资方向上看，低碳、信息革命和高技术含量的制造业带来创新产业的投资机会; 挖掘居民消费潜力以及为之服务的区域投资振兴带来大消费主题的投资机会; 从交易机会上看，创业板及中小板市场将会形成局部的资金供大于求，容易在弱市环境中激发投资热情。

目 录

1. 前言	5
2. 美元周期的魔咒.....	6
2.1 美元周期与经济危机.....	6
2.2 美元周期与美国经济战略	10
2.3 中国应对强美元周期.....	14
3. 中国腾飞的无奈.....	18
3.1 中国内需不足的关键.....	18
3.2 内需不足下发展模式的必然选择.....	20
4. 中国的深彻转型.....	22
4.1 提高显性收入.....	22
4.2 降低隐性成本.....	24
5. 必然的转型取向.....	29
5.1 高举创新经济大旗	29
5.2 平民消费的释放.....	30
5.3 投资为创新、消费服务	32
6. 证券市场同样面对转型.....	38
6.1 市场趋势的转变	38
6.2 市场格局的转变	43
6.3 坚定投资创新与消费	44
7. 2010 年下半年国联荐股	46

图 表 目 录

图表 1: 美元指数周期与债务危机	7
图表 2: 美元比墨西哥比索汇率	9
图表 3: 美元比泰国泰铢汇率	9
图表 4: 历次主权债务危机对比	9
图表 5: 美国贸易逆差与国际资本流动净额	11
图表 6: 美国经济各项对GDP贡献率	11
图表 7: 美国对外贸易各项顺差、逆差	11
图表 8: 美国货物出口贸易逆差构成	11
图表 9: 美元周期与美股表现的对比	12
图表 10: 美元指数周期与道指表现	13
图表 11: 美国联邦研究与发展的财政支持	14
图表 12: 美国联邦政府科学机构 2010 年所获预算	14
图表 13: 世界经济体 09 年外债余额	15
图表 14: 全球经济实际增长与CRB工业原料指数	16
图表 15: 美元指数与CRB工业原料指数	16
图表 16: 中国部分产品产量及占市场份额 (2009)	16
图表 17: 中国外汇占款与M2 增长对比	16
图表 18: 日本、香港、中国大陆的崛起	17
图表 19: 支出法下各项占GDP比重	18
图表 20: 税收、城乡居民收入增长情况	19
图表 21: 人均GDP与居民人均收入对比	19
图表 22: 美国人均收入与GDP之比	20
图表 23: 三大需求对GDP增长的拉动效应	21
图表 24: 投资和出口同比增长情况	21
图表 25: 中国出口替代战略的发展逻辑	21
图表 26: 财政收入、工业企业利润、职工工资增速	23
图表 27: 各行业职工人数及平均工资水平 (2008 年)	23
图表 28: 全国国有企业利润及占GDP比	23
图表 29: 企业存款额及累计增速	23
图表 30: 居民储蓄及与其收入比较	25
图表 31: 历年住宅地产开发销售情况	26
图表 32: 住宅商品房销售面积与销售额	26

图表 33: 房价收入比	27
图表 34: 美国社会保障相关支出与GDP之比	28
图表 35: 我国社会保障相关支出与GDP之比	28
图表 36: 新经济元素的驱动力、发展模式和重点领域	30
图表 37: 城镇可支配收入与消费支出	31
图表 38: 城镇居民消费支出类别占比	31
图表 39: 农村和城镇每百户耐用品拥有量 (2008)	31
图表 40: 农村和城镇每百户耐用品拥有量 (1998 Vs 2008)	31
图表 41: 社会保障基金收入与支出及其增长率	32
图表 42: 不同驱动力下的投资	33
图表 43: 各地工业化阶段	34
图表 44: 各地城镇化水平与人均GDP	34
图表 45: 各省居民收入与GDP比较 (2008)	35
图表 46: 各省GDP中最终消费占比 (2009)	35
图表 47: 各地农村消费支出与收入比 (2008)	36
图表 48: 各地城镇消费支出与收入比 (2009)	36
图表 49: 中国历年GDP同比增长	38
图表 50: 调整 2010 年的盈利预测区间	39
图表 51: 上证指数涨幅及成分股总市值、流通市值增长	40
图表 52: 深证指数涨幅及成分股总市值、流通市值增长	40
图表 53: 基金股票资产总额和增长率	41
图表 54: A股流通市值与自由流通市值之比	41
图表 55: 历年新发基金个数和首发份额	42
图表 56: A股流通市值与成交量	42
图表 57: A股整体行业分布情况	44
图表 58: 创业板行业分布情况	44
图表 59: 2010 年下半年投资格局	44
图表 60: 2010 年下半年国联荐股一览	46

这是最好的时光，这是最坏的时光；这是智慧的年代，这是愚蠢的年代；这是信仰的纪元，这是怀疑的纪元；这是光明的季节，这是黑暗的季节；这是希望之春，这是失望之冬.....

查尔斯 狄更斯《双城记》

1. 前言

以英国著名大文豪查尔斯 狄更斯的不朽名作《双城记》的开篇来形容我们所处的这个时代真是太恰当不过了。世界经济、中国经济、A股市场，如同一个套一个的迷，让趋势预判几乎成为不可能。

对这个世界来说，金融危机刚刚过去，主权债务危机又接踵而至，80年代、90年代的经济危机阴影似乎又在闪动；

对中国来说，30年的高速增长很可能面临长期的调整，外需消退，内需始终不振，未来可持续发展的路究竟在哪里，似乎并不那么清楚；

对我们所处的证券市场而言，经历08年的单边下跌和09年的复苏，10年市场又出现了快速下跌，投资机会可望而不可及。

一切似乎都在告诉我们 **“It is the worst of times”**，但是真正敏锐的投资者同样也看到了：**“It is the best of times”**。

美国重新祭起强美元的大旗，是因为它再次把握住了创新经济周期的命脉，低碳经济的起步、互联网经济的深化可能将带给这个世界新的发展机遇；

中国将会放弃过去30年出口+固定资产投资的发展道路，承受一定时期的经济调整，但将会依靠科技创新和挖掘居民消费潜力，走上真正依靠内需，实现可持续发展的道路，摆脱环境、资源的制约；

而A股市场，则在指数不佳的表现中，不断涌现出以创业板为代表的新经济、新消费类投资机会，以新疆、西藏等为代表的区域投资机会，局部的财富效应依然显著。

我们再一次强调，2010年的A股市场和世界经济、中国经济一样，处在一次深刻的转型之中。经济格局要转型，发展模式要转型，投资思路和标的同样也要转型。在2010年下半年的市场中，虽然从趋势上看将无可避免面临“失望之冬”，但我们相信，我们仍能抓住“希望之春”，把握住弱势市场中的投资机会。

2. 美元周期的魔咒

2008 年金融危机之后的世界经济格局始终扑朔迷离。美国经济的复苏是个迷局，欧洲债务危机也是一个迷局，而后金融危机下世界经济走向更是一个迷局。不过，马克吐温说过：“历史不会重复，但却常常押韵”，历史总能向我们展示一个可能的未来。我们力图在众多的经济现象背后寻找规律化的结果和贯穿始终的要素。

创设于 1973 年的美元指数已经走过了近 40 年的历史。在这 40 年间，美元经历了两起三落，而当前亦正面临新的周期转折。从对美元指数历史的回顾中，我们确信美元正将步入一个新的强势周期。在新的强美元周期中，世界经济将面临更多的不稳定因素，大宗商品市场也将终结其过去 10 年的牛市，而中国则面临着自加入 WTO 以来最大的经济转型压力。

2.1 美元周期与经济危机

美元指数的历史以 1973 年布雷顿森林体系瓦解为起点，从那时起主要的贸易国容许本国货币自由地与另一国货币进行浮动报价，这是外汇市场转折的历史性时刻。自那时起至今，美元经历了三次弱势美元周期和两次强势美元周期。每一次的弱势美元周期都伴随新兴市场经济体的崛起，而强美元周期则与经济危机相关。这种美元周期与经济危机之间的交替规律，我们称之为“美元周期的魔咒”。

第一个弱美元周期（1971-1980）。1971 年美国尼克松政府被迫宣布放弃“金本位制”，实行黄金与美元比价的自由浮动；73 年尼克松政府宣布美元贬值 10%，美元泛滥，开启了 70 年代的高通胀期，而 70 年代两次石油危机推波助澜，造成发达国家普遍的“滞胀”。依靠石油美元支持，拉美地区国家也得到了迅速发展。

第一个强美元周期（1980-1985）。1978 年，保罗·沃尔克开始担任美联储主席，奠定了坚决控制通胀的货币政策。美元拆借利率平均从 1979 年的 11.2% 提高到 1981 年的 20%，美元指数在其后五年走出历史最强走势。美元走强一方面增加了美元债务的成本压力，另一方面又压制了初级产品的价格，严重依赖此二者的拉美地区受到严重冲击，第一次债务危机爆发，80 年代成为拉美“失去的十年”。

第二个弱美元周期（1985-1995）。1985 年的“广场协议”开启了长达 10 年的第二个弱美元周期。此一时代造就了更多的新兴市场经济体腾飞，亚洲

四小龙、四小虎迅速崛起。另外第三次石油危机也在此阶段产生。

第二个强美元周期（1995-2002）。网络信息革命首先在美国展开，大量资金回流，美元走强。依靠大量外债快速发展的东南亚、俄罗斯、拉美等新兴经济体爆发第二次债务危机。90年代成为日本“失去的十年”，而泰国等东南亚国家的复苏亦很漫长。

第三个弱美元周期（2002-2009）。网络泡沫破灭、恐怖袭击、低利率宽松的货币政策造就了第三个弱美元周期。以“金砖四国”为代表的新兴市场经济，以原油“150美元神话”为代表的大宗商品牛市，以及以强势欧元为代表的国际经济格局是第三个弱美元周期的象征。

新周期（2010-？）。09年末，10年初期，以迪拜和希腊债务危机为导火索，主权债务危机事件频发，多个欧洲国家面临财政崩溃危险。世界经济二次探底的预期导致国际资金回流美国，美元指数走强。

图表 1：美元指数周期与债务危机



数据来源：国联证券研究所

美元指数的周期性变化显示了很强的规律性。除 1985 年受美国国内利率高企影响，达至近 160 的高点外，美元指数总体上形成区间波动，以美元指数走势为线索，我们可以看到这种规律性体现在了更深层次上。

从时间上看，美元指数存在一个 10 年弱，5 年强的周期。从过去 40 年美元的变化情况看，美元指数的强弱有较强的周期性，大致为 10 年弱势美元周期后跟随 5 年的强美元周期。尽管过去 10 年美元一直都处在弱势期，并在次贷危机时期创下历史新低，但从更长的周期的角度看，美元正处在反转的起点。依照历史规律，这一强美元周期可能延续 5 年。

美元周期与国际资本流动周期大致相符。国际资本流动曾出现过三次高潮：第一次是 1978—1981 年，流向中东、非洲和拉丁美洲的矿产和其他资源领域，而后拉美国家爆发债务危机；第二次是 1989—1997 年，重点流向亚洲和拉丁美洲，主要领域是面向出口的制造业，结果亚洲国家爆发亚洲金融危机；第三次是 2002—2007 年，流向了中东和中东欧地区，投资领域为房地产，典型案例是阿联酋的迪拜，最终中东、欧洲主权债务危机层出。

弱势美元周期中，美国对世界经济的控制力下降，新兴市场经济体崛起，世界政治格局动荡。70 年代，越南战争陷入僵局，两次石油危机又推波助澜，美国通货膨胀加剧，经济陷入滞胀。当时的福特政府和卡特政府的财政部官员几乎都是浮动汇率的支持者，因此随着美国经济实力下降，贸易逆差不断扩大，由市场决定汇率无疑就是听任美元贬值。而就世界角度而言，除了日本实现战后经济腾飞外，拉美地区国家依靠石油等初级产品出口和吸引国际资本的方式快速崛起。

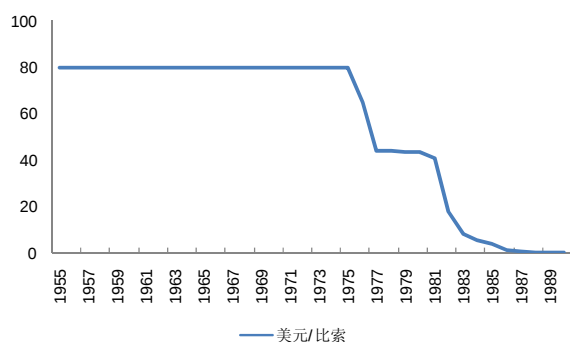
80 年代后期，美国贸易赤字不断扩大，1985 年，美国从成为世界最大的债务国，美国国内制造工业受到冲击。里根政府受到巨大的政治压力，被要求干预外汇市场让美元贬值，以挽救正在衰落的美国制造业。因此美国通过与日本等国的《广场协议》，进入到一个 10 年的弱势美元周期。期间，亚洲四小龙、四小虎等国家均高举自由贸易旗帜，通过加大开放吸引外资并坚定走出口导向的发展道路，实现了经济快速发展。尽管在这一时代美国并未直接参与大规模战争，但美国支持阿富汗抵抗苏联入侵的战争，并在 89 年入侵巴拿马。

2002 年后美国经济再度面临周期性调整，由于网络经济破灭，贸易赤字的危险再度凸显。美国依靠宽松货币支持了经济繁荣，并以反恐为由，展开了对阿富汗和伊拉克的两场战争。而这一期间，受益于自由贸易的宽松环境和商品市场牛市，“金砖四国”成为时代的象征。

强美元周期中，往往是美国重新主导世界经济，新兴经济体产生债务危机的时期。对于在弱美元周期崛起的国家（和货币）来说，美元强弱周期是一个“出来混，迟早都要还”的魔咒。美元的强弱影响着国际资本的流动。自 70 年代以来，国际资本流动总体上一直呈现出两个“格局”：一是美国、西欧和日本等发达国家之间的相互投资；另一个是美国、西欧和日本等发达

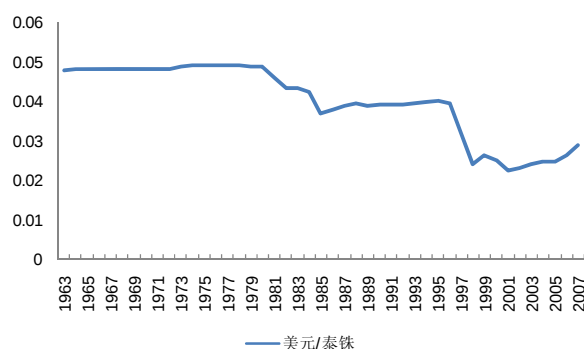
国家与新兴经济体之间的投资。美元周期导致资本在新兴市场国家-发达国家之间的来回流动造成了发达国家通过货币掠夺新兴国家财富的事实。危机过后，发展中国家的本币与危机之初相比仍大幅度贬值，长期积累的财富几乎永远无法挽回。

图表 2： 美元比墨西哥比索汇率



数据来源：国联证券研究所，宾州大学世界数据库

图表 3： 美元比泰国泰铢汇率



数据来源：国联证券研究所，宾州大学世界数据库

通过对历次经济危机发生国情况的分析，我们可以明显看到，在国际流动性环境及之后的局势扭转、双赤字的发展战略及其所引起的外债高筑、货币贬值等问题上，历次危机何其相似，而危机的主角基本都在不断地犯同样的错误。

图表 4： 历次主权债务危机对比

	80 年代拉美危机	90 年代亚洲危机 (以泰国为例)	2010 欧洲危机 (以希腊为例)
	经济奇迹的产生		
国际流动性环境	发达国家在 70 年代普遍陷入“滞胀”局面。大量国际资金涌入拉美国家	泰国及亚洲诸多出口导向型经济体大量吸收来自欧美、日本等国的资金	宽货币政策导致资金泛滥，大量流向对发达国家政府的贷款，而希腊在加入欧盟后，也更容易获得廉价的贷款
危机前经济表现	1974~1980 年，拉丁美洲整体的经济增长率高达 5% 以上	1991 年至 1996 年泰国的年均增长率则达到 8%	希腊曾在 2003 年至 2007 年平均年增长率达到 4%
经济发展战略	普遍实施的“赤字财政—负债增长”战略，并走上“进口替代”工业化发展道路	以低油价、低利率、低汇率优势吸引外资，并放宽了管制，推动“出口替代”模式	双赤字支持国内基础设施建设的拉动以及信贷消费，并以此维持高福利政策
政策措施	大量对外举债，依靠外资扩大公共开支，过多地把外债用于周期长、收效慢或非生产性工程上	基本取消资本流动的管制；泰铢与美元挂钩的固汇制；长期依靠外汇储备弥补逆差，导致外债增加	希腊长期采取宽松的财政政策来刺激经济增长；欧元区国家没有独立的货币政策，调控经济几乎完全依赖财政政策；

神话的破灭

局势扭转的导火索	美国等发达国家纷纷提高利率，加重拉美债务国压力；美元坚挺导致债务增值；出口产品价格大幅度下降	泰铢跟随美元汇率升值，出口竞争力随之削弱；资金快速流出泰国；被迫实行高利率政策，加剧经济衰退，扩大外债规模	08 年金融危机导致经济下滑；国际三大评级公司下调希腊主权债务评级
存在隐患	对外债的依赖性越来越大，1982 年，拉美国家的外债规模达到 3500 亿美元；流入资金中，私人银行资金占比上升，加剧了不稳定性；	“出口替代”模式不可持续，逆差扩大，偿债和能力下降；中短期债务比例过高；固汇制度严重高估泰铢值；资产泡沫演变为银行坏账	希腊债务绝对额 2800 亿欧元，GDP 只有 2400 亿欧元；只能依靠大量投资和消费拉动经济，赤字不断累积；货币高估使得出口始终较差；

数据来源：国联证券研究所

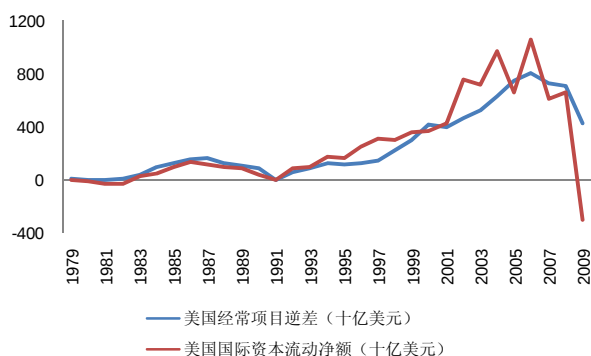
如果以上世纪 80 和 90 年代危机后果衡量今天，我们不得不怀疑现在正在发生的经济危机是否只是一个开始。我们不能忘记的是每一次强美元周期几乎都导致国际资本的逆流和新兴经济体国家发生经济危机，并进而造成财富的流失。我们认为曾经的历史仍可能再度重演，世界经济将告别过去 10 年的美好时光，进入一轮新的不稳定状态。

2.2 美元周期与美国经济战略

美国是“赤字经济”唯一成功实践者，强势美元是美国经济战略的核心。08 年 6 月和 09 年 11 月，美元指数强劲反弹之时，“弱美元政策是美国经济再平衡战略选择”的呼声极高，全然忘记美国自 80 年代里根政府就开始信奉强美元政策，而 90 年代的财长鲁宾已将“强美元符合美国利益”上升为一种信念。无论是从美国的对外贸易还是资本流动状况来看，我们都很难想象美国会因为贸易逆差而长期实行弱美元政策。

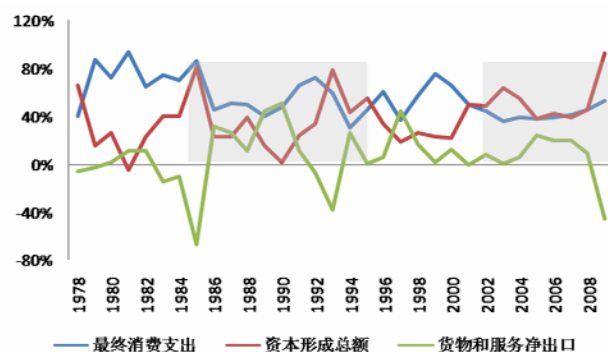
依靠美元国际货币的地位，美国长期依靠美元赤字融资，维持其核心消费国的地位。美国经济战略的核心在于依靠美元本位实行扩张货币政策，同时维持强势美元吸引资金流入。过去 30 多年间，即使是在弱美元周期，净出口也并非美国经济所依赖的支柱；而从国际资本流动的趋势来看，巨额贸易逆差也从来没有成为国际资金流入美国的阻碍。

图表 5: 美国贸易逆差与国际资本流动净额



数据来源: 国联证券研究所, WIND

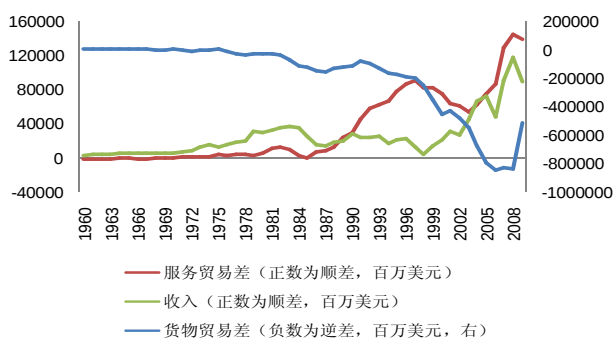
图表 6: 美国经济各项对 GDP 贡献率



数据来源: 国联证券研究所, WIND

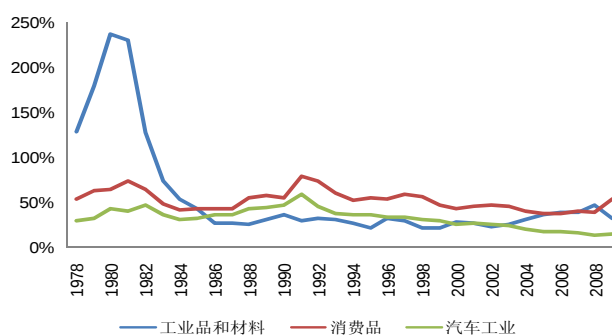
这其中的关键在于, 美国不可能依靠弱美元政策下的传统商品贸易优势来解决贸易逆差问题。作为一个成熟的工业化国家, 弱美元政策抵消不了美国国内的劳动力成本, 那么用货币手段刺激对外贸易也就不可能缓解美国的贸易逆差。从美国进出口贸易情况上也可看出, 弱美元并无助于解决美国经济的关键问题。美国货物贸易的逆差是自上世纪 70 年代以来形成的趋势, 它更多的和国际贸易格局的改变和美国自身经济战略取向相关。从 80 年代后期到 21 世纪, 美元实际上经历了两次强周期和一次弱周期, 但这对美国的贸易逆差没有趋势性影响。就货物逆差来源来看, 80 年代以后的美国贸易逆差主要由消费品构成, 而服务贸易和海外收入的不断增长则反映出美国 80 年代之后输出资本和科技拉动经济的模式。很明显, 这与美国在世界经济格局中作为核心消费国的地位相匹配。在这一模式下, 期待美国通过弱势美元走“再贸易化”道路并不实际。

图表 7: 美国对外贸易各项顺差、逆差



数据来源: 国联证券研究所, 美国经济分析局

图表 8: 美国货物出口贸易逆差构成



数据来源: 国联证券研究所, 美国经济分析局

因此，只有不断引导科技创新才是美国经济保持强势的核心。在全球产业转移的过程中，美国必然出现商品逆差。但美国拥有的持续创新能力可使其占据着产业链中附加值最多的环节，而且不断涌现的产业创新和技术创新源源不断地给美国带来来自全球的巨量收入，服务贸易和海外收入项目是弥补一般商品项下逆差的关键。过去 10 年美国贸易赤字不断扩大的根本原因是美国创新能力的暂时停滞，而非美元的强弱。

所以，美国经济和美元周期变化的核心在于美国能否找到核心增长点，保持强势经济，这在美国股市中有明显的表现。70 年代-80 年代早期、90 年代中期到 21 世纪初期，美元走势与美国股市表现有较好的正相关，而 80 年代后半期及 02-07 年美元与美股走势基本背离。表面看，这无非说明从长期看，美元周期并不能影响经济的晴雨表——股市，但如果进一步分析不同时期背后的经济因素，我们会发现情况并非如此。

图表 9：美元周期与美股表现的对比

年代 美元周期	美股与美元 走势关系	经济特征	意义
70 年代 弱美元	基本一致	扩张性财政政策、宽松的货币政策不能再支持“高增长、低通胀”局面，石油危机更是雪上加霜。	弱美元并不能恢复美国经济的增长，美国经济需转型。
80 年代早期 强美元	一致	较高的利率和强势的美元吸引了国外资本进入美国，低价进口产品刺激了消费。计算机革命兴起，高科技创新企业如康柏、微软等成立并飞速发展。	美国经济实现转型，消费和技术创新成为经济立国之本。
85-90 年 弱美元	不一致	广场协议后，巨额国际资本加速流入美国股市，在 1987 年头 9 个月中，日本购买美国股票的新增投资就达约 150 亿美元，推高了资产泡沫，引发了 87 年股灾。87 年股灾后美元指数大致箱体震荡，美股则持续上涨。	80 年开始的创新周期仍是美国的基础所在，弱美元政策更多是用来遏制日本的腾飞。 美元与美股的明显背离引发了 87 年股灾。
90 年代 强美元	一致	美国依靠网络经济革命再度抓住创新周期领导者地位，同时依靠强美元政策压制新兴经济体，频繁的国际金融危机不断强化美元和美国股票市场的投资价值。	抓住创新周期巩固美元的国际货币地位，吸引外资，刺激消费；同时，又依靠强势美元攫取新兴经济体国家财富。

02-08 年
弱美元

不一致

网络经济泡沫破灭,美国迷失了经济增长方向。异常宽松的货币政策和弱美元促进了全球传统产业大发展和商品市场牛市。美国则通过挖掘信贷潜力来消费全球产能增长。

美国回到了宽松货币政策和弱美元的老路上,最终为次贷危机的爆发埋下隐患。

数据来源: 国联证券研究所

图表 10: 美元指数周期与道指表现



数据来源: 国联证券研究所

从道指和美元指数的变化中不难看出: 美元与美股正相关上涨时期是美国找到正确发展道路, 巩固自身经济发展和国际地位的时代。其中尤为重要, 计算机和互联网这两次信息革命浪潮都与强美元周期基本吻合; 而美元与美股背离时期往往是美国发展方向迷失, 回到 80 年代经济转型前“宽松货币+弱美元”老路上的结果。这种选择, 无一例外地都将导致危机, 前有 87 年股灾, 而次贷危机则是更明显的案例。

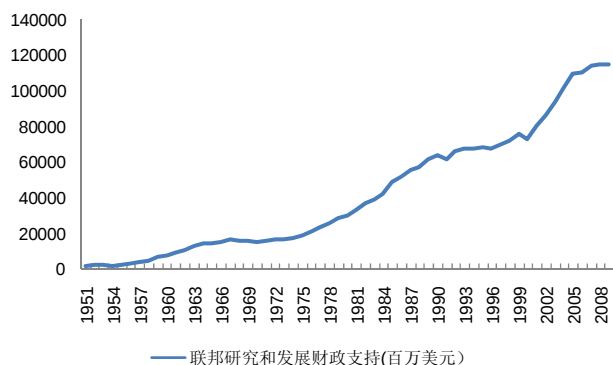
次贷危机前车之鉴犹在, 我们相信美国已经做出了正确的判断, 再度抓住创新转型的机遇, 并活用强势美元的优势, 维护自身全球核心消费国的利益和地位。在科技创新方面, 过去 50 年间, 我们清楚看到美国政府对研究发展的财政支持力度有几次明显的增强, 分别出现在 70 年代初、90 年代初和

21 世纪初。前两次推动了计算机革命和互联网经济的发展，而 21 世纪开始的这一次研究投入无疑是为了下一次创新周期所做的准备。

美国国会通过的 2010 年预算显示，联邦政府科学机构所获得的预算超过其想象。其中，能源部(DOE)科学办公室的预算增加了 2.7%，达到 49.04 亿美元。在 2009 年初，能源部科学办公室已从经济刺激方案中获得 16 亿美元的额外经费。国会还许诺 DOE 新成立的能源研究机构——高级能源研究项目署(ARPA-E)，在用完经济刺激方案所给的 4 亿美元之后再申请年度预算。为了实现这个目标，ARPA-E 已于 2009 年 12 月宣布经费达 1 亿美元的竞争性经费申请计划，内容包括提高汽车电池的储存量、二氧化碳捕获，以及如何将二氧化碳转化为液态燃料。而 ARPA-E 的第一轮竞争经费项目内容几乎覆盖了清洁能源的所有领域。

毫无疑问，美国再次在科技竞争中站在了世界前列，他们将在未来的低碳经济时代重复其在互联网经济年代的成功，并就此走入新的创新发展周期，维护美国的强势经济地位。更重要的是，从美国过去 10 年加大研究投入和 10 年如此慷慨的财政预算来看，美国的这一成功并不会特别遥远。

图表 11: 美国联邦研究与发展的财政支持



数据来源：国联证券研究所，NSF

图表 12: 美国联邦政府科学机构 2010 年所获预算

U.S. RESEARCH BUDGETS AT A GLANCE (IN \$ MILLIONS)					
Agency	FY '09 final	Stimulus package	FY '10 request	FY '10 final	Change from FY '09
National Institutes of Health	30,317	10,400	30,759	31,009	+2.3%
National Science Foundation	6,490	3,000	7,045	6,926	+6.7%
Research Education	5,183	2,000	5,733	5,618	+8.4%
	845	100	858	873	+3.3%
NASA science	4,503	400	4,477	4,469	-0.8%
Energy Dept. Office of Science	4,773	1,600	4,942	4,904	+2.7%
ARPA-E	0	400	10	0	
Commerce Department					
NOAA research	700	1	644	700	0.0%
NIST labs	644	580	652	662	+2.8%
EPA science	564	0	587	594	+5.3%
USDA competitive research	201	0	201	262	+30.3%
USGS research	612	74	649	660	+7.8%

数据来源：国联证券研究所，《科学》

综上所述，贸易逆差问题不是美元将继续走弱的有力证据。相反，我们清楚看到，科技创新和消费才是美国经济战略的核心，那么美元未来进入强势周期将会是明显的趋势。

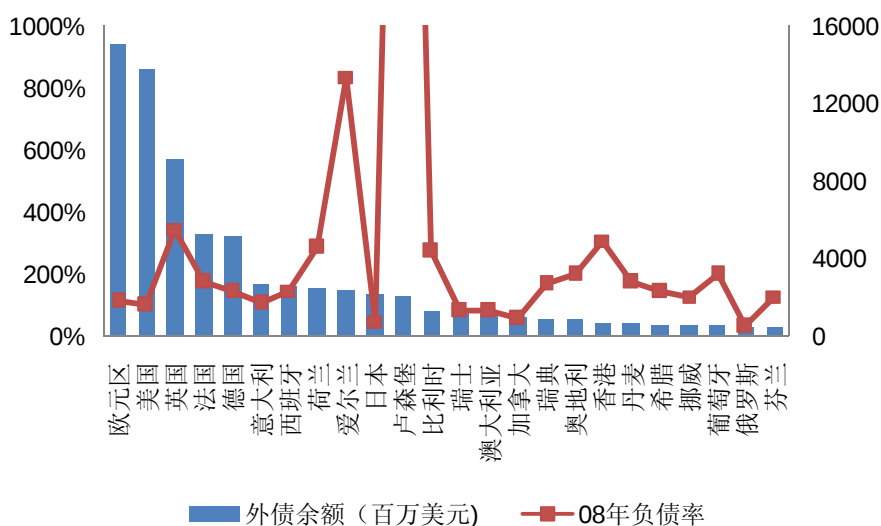
2.3 中国应对强美元周期

金融危机过后，美国开始高调提出发展低碳循环经济、智能电网等新兴

产业，并借助评级公司的力量打压欧元，美元指数从低点回升，新的强美元周期即将到来，而美元周期下的种种规律也将重演。

首先是未来国际经济形势并不乐观。从全球各个国家的角度看，大部分发达经济体的经济增长都将受到主权债务问题的拖累，很可能导致世界经济二次探底，那么进而引起新一轮的新兴经济体危机就不会是不可思议的事情。新兴经济体国家大都采取了同样的经济发展策略：出口替代，这固然实现了各国的经济腾飞，但同样也是历次经济危机爆发的源头之一。原因在于，依赖大量出口来推动的经济发展，必然增加本国经济的对外依赖性。当美国重新掌握创新周期的主动权后，国际资本流动、新一轮产业转移等因素将使新兴市场国家的贸易顺差缩小、资产负债表受冲击，从而引发经济危机。我们认为世界经济将进入一轮新的不稳定状态。

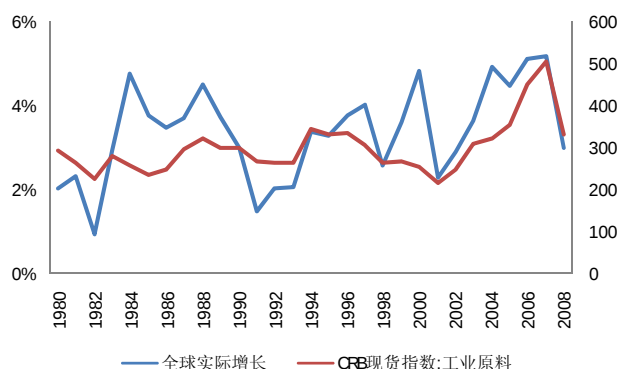
图表 13： 世界经济体 09 年外债余额



数据来源：国联证券研究所 世界银行

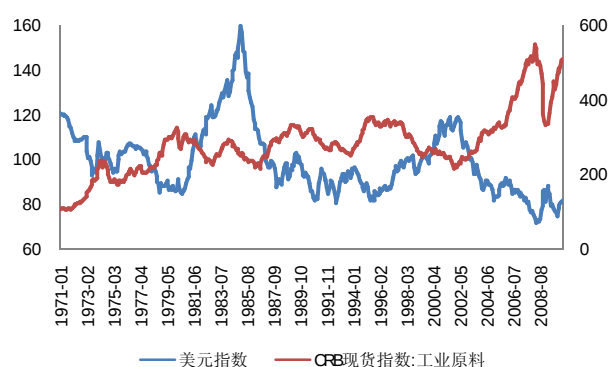
其次是大宗商品受压，传统产业受到冲击。2002-2007 年全球经济的快速发展得益于低利率、低通胀和美元的低汇率。弱美元造就了全球的商品牛市，美元指数与资源品价格指数呈现负相关的关系。我们预计未来 5 年内美元指数都将进入强势周期，因此将必然导致资源品价格在未来很长一段时间内不会有良好的表现，从投资角度而言，我们应避开大宗商品相关的标的。

图表 14: 全球经济实际增长与 CRB 工业原料指数



数据来源: 国联证券研究所, WIND

图表 15: 美元指数与 CRB 工业原料指数

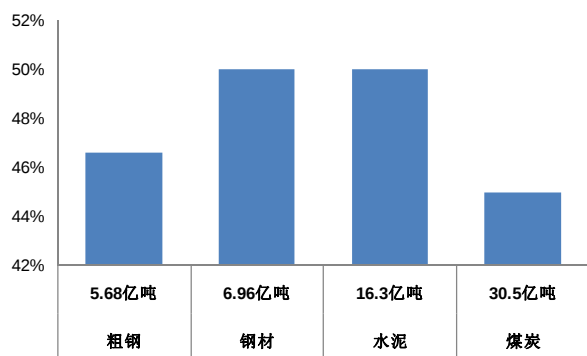


数据来源: 国联证券研究所, WIND

中国应警惕陷入美元周期魔咒中的经济危机陷阱。我们不能回避这样一个可能, 即中国是否会成为美元周期与经济危机循环规律的下一个受害者? 同样依靠出口替代战略实现经济腾飞, 亦同样面临过度依赖出口, 内需不足的问题, 我们认为以上可能并非耸人听闻。

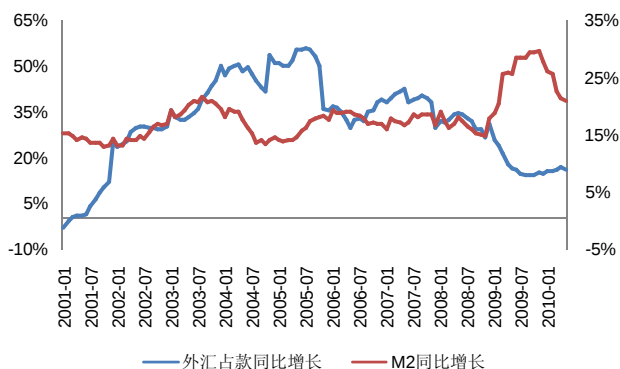
出口替代战略有着不可消除的弊病, 导致其不能成为一国长远的发展战略。依赖出口, 尤其是依赖劳动力密集型出口产业和传统制造业发展模式使得币值低估, 外汇占款激增, 使得货币被动投放, 国内流动性泛滥进而推高资产价格泡沫。如果动用利率手段调控资产泡沫, 则在打击传统产业以至经济增长下滑的同时, 还可能吸引热钱流入, 催生更大的资产泡沫, 埋下更大的经济隐患。并且, 更重要的是, 随着劳动力成本上升, 新的国际产业转移终将会发生, 不进行经济转型就必然要面对未来失业激增的困境。

图表 16: 中国部分产品产量及占市场份额 (2009)



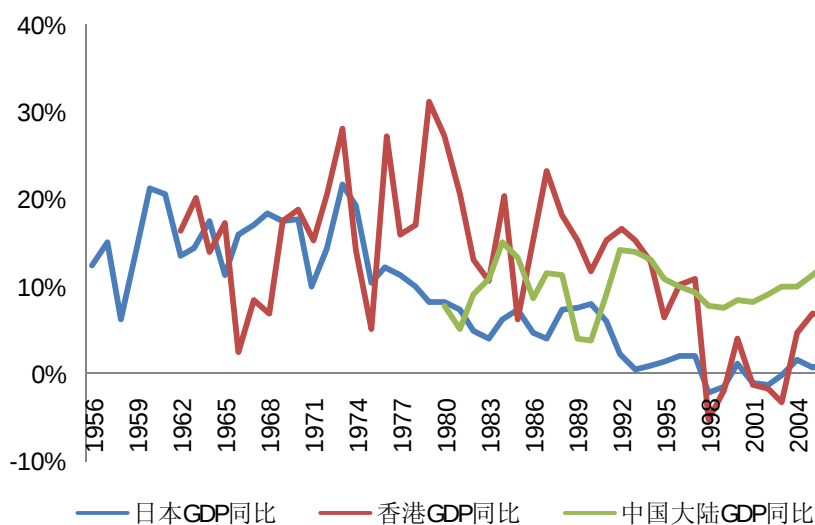
数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

图表 17: 中国外汇占款与 M2 增长对比



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

图表 18: 日本、香港、中国大陆的崛起



数据来源：国联证券研究所，WIND

但中国有不同于其他新兴市场国家的优势，使得打破美元周期魔咒成为可能。二战后历代崛起的新兴市场国家中，中国是经济体量最大的，虽然当前内需不足，但内需潜力巨大，这是其他新兴市场国家所不能相比的，因此中国可以通过自身经济发展模式的变革，实现从依赖外需到依靠内需的转型。所以应对严峻国际经济局势的核心在于转型。从这个意义上说，人民币升值、宏观调控手段的变化都只是战役手段，从属于经济转型这一大战略。归根结底，找到中国应走的经济转型之路，从而终结过去 40 年的危机规律，才是大智慧。

3. 中国腾飞的无奈

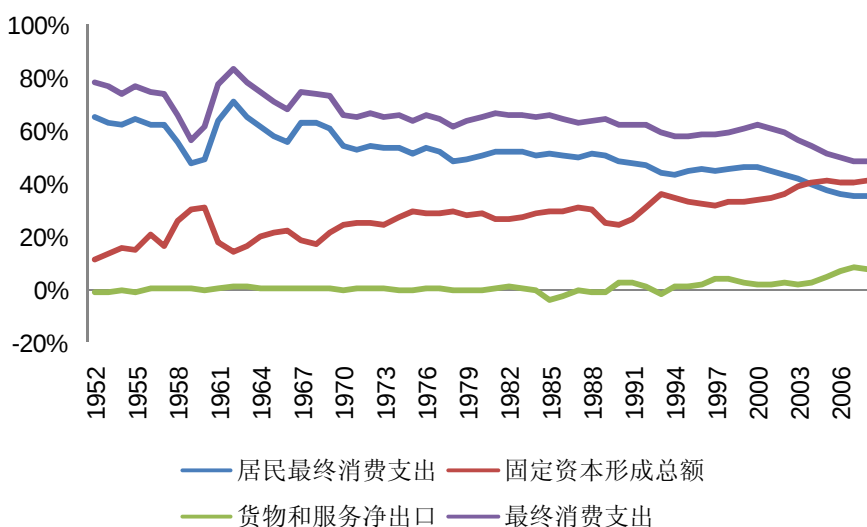
中国改革开放以来 30 年的发展历程是出口替代战略在大国实施的特殊案例，出口替代战略的运用直接影响了我国产业结构的变迁，事实上也埋下了中国经济失衡的隐患。中国走上出口替代战略之路有其经济腾飞的需要，但我们也可以清楚看到作为一个内需不足大国的无奈。

3.1 中国内需不足的关键

1952 年，中国居民最终消费支出占到 GDP 的 65%，1962 年曾高达 71%，和美国一样。但居民消费在经济中的占比却在以后的 50 年里不断下降，2000 年后甚至出现了加速下降，目前只有 35% 左右。与之截然相反的是固定资本投资，从 52 年占比 11.7% 一路攀升，最终在 03-04 年超过居民消费，成为中国经济最大权重因素。

很明显，中国并不缺乏消费意愿，但实际消费对经济的贡献却不断下降。在这个问题上，已经有非常多的解释。社会保障不到位、收入分配不合理、住房、医疗等未来支出抑制了当前的消费等等。我们认为，更深层次的问题在于：我国的财富结构中国有成分占比过高；以及国有资本推动经济发展的模式所决定的中国的经济战略和格局。

图表 19： 支出法下各项占 GDP 比重

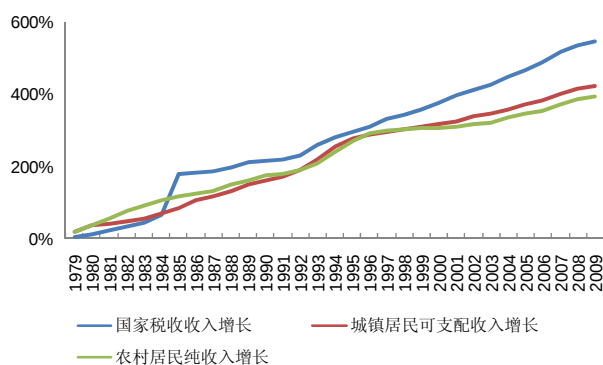


数据来源：国联证券研究所，WIND

国有财富增长过快，居民未能完全享受改革开放成果。统计数据表明，1985 年利改税等措施实施以后，我国税收收入的增长速度始终快于城乡居民收入的增长，并且增速间的差距在 97 年之后甚至有扩大的趋势。从时点上看，与我国固定资本形成总额在国民经济中份额两次加速提升的时间相吻合，也就是说，改革开放和 97 年之后的中国重化工业提速发展都更有利于国，而不是民。

60 年代美国人均 GDP 突破 3000 美元时，人均可支配收入占 GDP 之比为 70%，此后逐步上升至 75% 左右，这奠定了美国 70 年代以后经济向消费中心转型的基础。虽然我国人均 GDP 水平也已经超过 3000 美元的发展临界点，但人均收入和人均 GDP 之比却从 80 年代的 60% 下降到目前的 42%，民众并未充分分享到我国经济增长的成果，自然也无法期待消费潜力的释放。

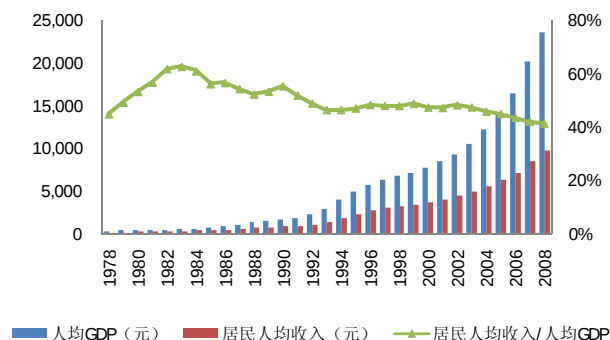
图表 20： 税收、城乡居民收入增长情况



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

注：由于利改税、利转税因素及收入科目的变化，1985 年起各项税收和企业收入与以前年度不可比

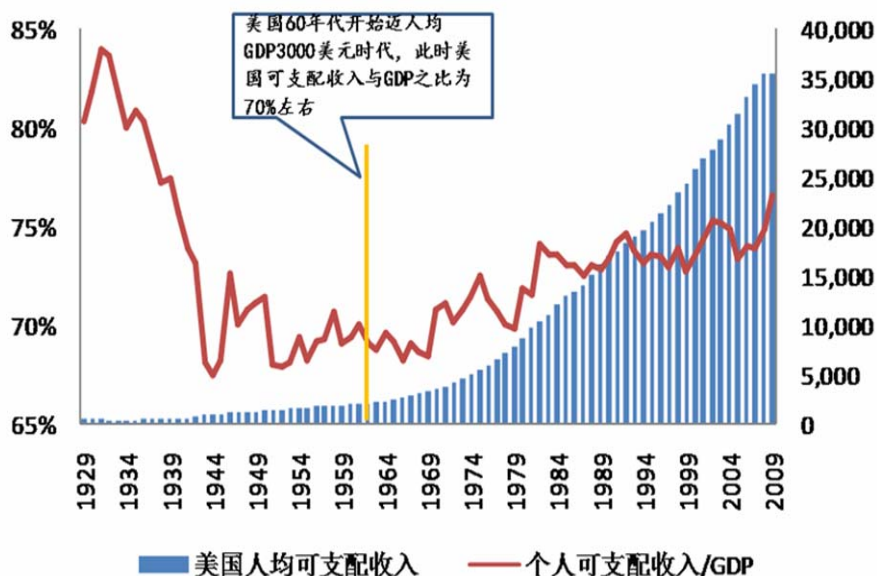
图表 21： 人均 GDP 与居民人均收入对比



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

注：人均居民收入由城镇居民可支配收入与农村居民纯收入加权所得

图表 22: 美国人均收入与 GDP 之比



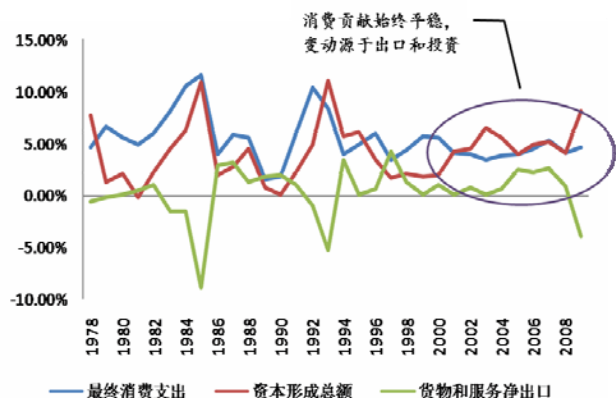
数据来源: 国联证券研究所, WIND

3.2 内需不足下发展模式的必然选择

国有财富占比过高, 居民消费能力受到抑制, 中国经济发展模式必然转向出口导向型。对政府和国有企业来说, 由于其拥有大部分国家财富, 因此自建, 或是通过财政鼓励手段激励其他资本进行产能和基础建设投资是最简单的 GDP 见效方式。同时也正是因为财富集中于国, 中国的内需动力不足, 无从消化新增投资, 因此转向外需就成为必然选择。

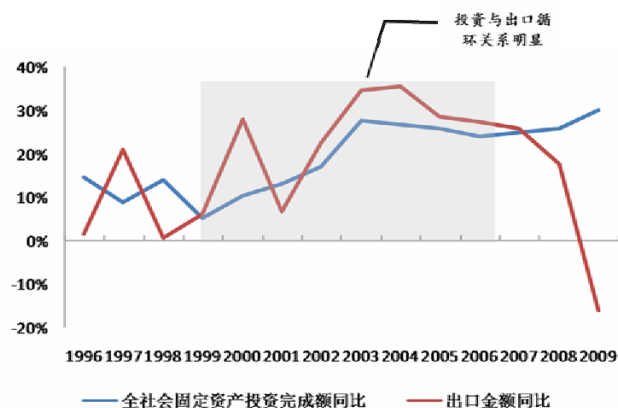
通过出口创造的财富又大部分回流国有经济体系, 内需却依然不足, 如果停止投资, 则会造成大量失业劳动力、剩余产品和闲置生产资源, 因此唯有不断扩大投资、扩大出口。在出口替代的发展思维主导下, 自上世纪 90 年代中期, 中国工业化进程从轻工业阶段转向重化工业阶段, 而亚洲金融危机之后房地产市场的启动, 以及 2001 年末中国“入世”后大进大出的经济形态加速了这一进程。投资与出口不断循环驱动, 外向型经济规模越来越大, 最终中国必然走上“世界工厂”的发展道路。并造成投资、出口、消费三者关系的严重失衡, 进而导致生产要素利用效率低下、环境损害大、空间布局不合理等一系列经济、社会问题。所有问题均指向一个结果, 即中国经济必须进入到提高效率与解决局部供需不平衡的阶段, 优化经济结构。

图表 23: 三大需求对 GDP 增长的拉动效应



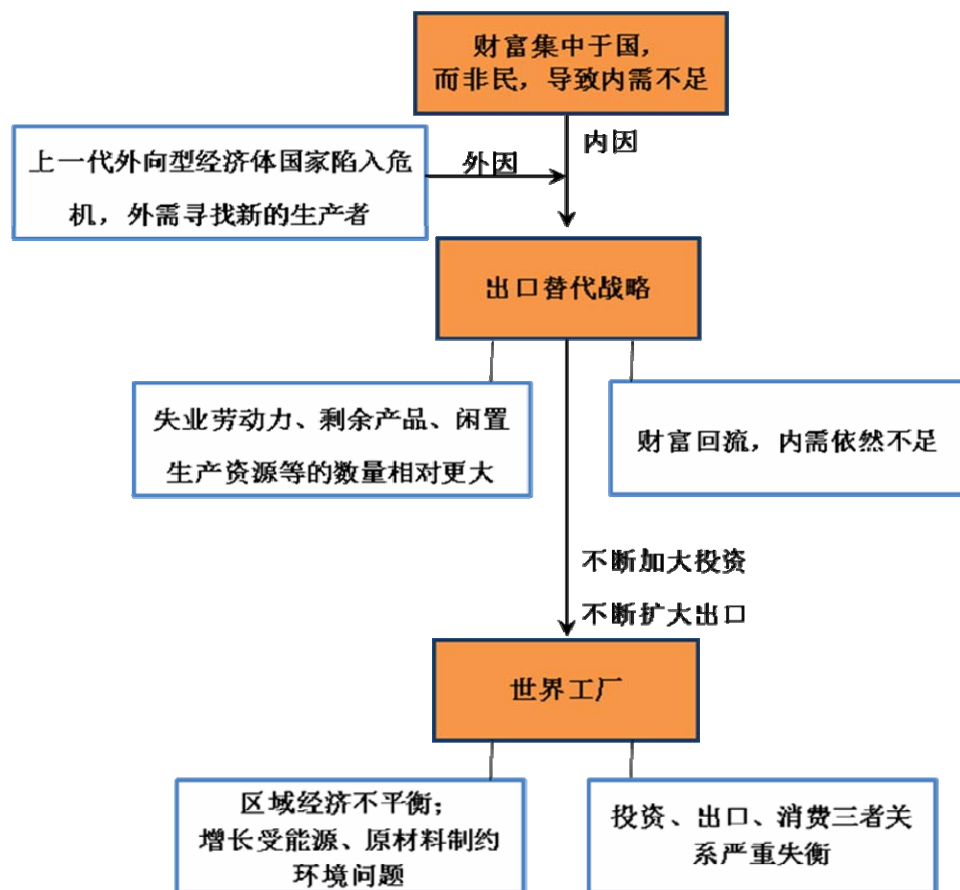
数据来源：国联证券研究所，国家统计局

图表 24: 投资和出口同比增长情况



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

图表 25: 中国出口替代战略的发展逻辑



数据来源：国联证券研究所

4. 中国的深切转型

李克强副总理在最新讲话中指出：“我国已进入只有调整经济结构才能促进持续发展的关键时期”。在我们分析过美元周期将给中国带来的潜在危机和中国走上出口替代战略的无奈后，这句话的意义显得更重要。要摆脱美元周期的束缚，就必须摆脱出口替代的发展模式，实现真正的经济转型，向内寻找新的经济增长点。

为达此目的，以 GDP 总量为中心的传统三驾马车（事实上只是出口和投资的循环驱动），这一模式必须被摒弃。着力扩大居民消费需求，努力实现消费、投资、出口协调拉动经济增长的核心在于建立以“扩大内需”为中心的新发展战略，核心在于提高居民消费能力。而居民消费能力取决于显性收入的提高和隐形生活成本的降低。

4.1 提高显性收入

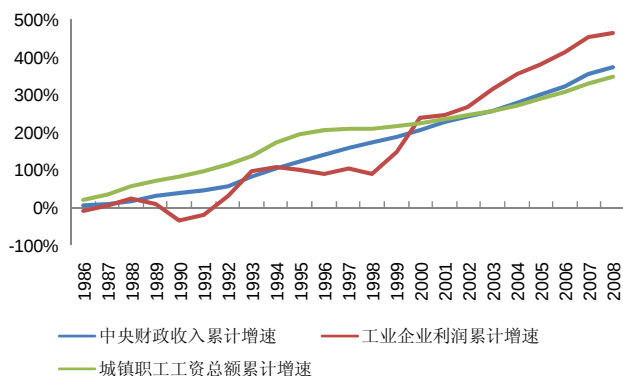
国民收入分配改革是中国经济转型成功与否的关键前提。前文已述，从过去 60 年居民消费在 GDP 总量中的占比，以及过去 30 年居民收入与 GDP 的对比中可以看到，中国居民消费不足的原因不在于中国缺乏消费意愿，而在于我国长期的收入分配不合理，未能实现“藏富于民”。因此，改善国民收入分配结构是第一要务。

统计数据显示，劳动者报酬收入虽然在过去 30 年间有较大幅度增长，但很明显，国家及企业收入增速大于劳动者收入。因此，收入分配改革的第一项任务在于提高劳动报酬在初次分配中的比重，做到城乡居民收入增长、劳动报酬增长与经济增长相协调。

可以预见的是，未来一段时间内，我国将加大职工工资收入的保障，而这对于很多行业来说是一个挑战。我国制造业占全国近 30% 的职工人数，而其职工平均工资排名下游，这与我国过去 30 年充分利用劳动力价格优势发展制造业，从而成为“世界工厂”的发展战略吻合。但这一模式目前不仅抑制了我国居民消费率，而且开始成为社会不和谐因素的重要源头之一。当这种发展战略必须改变，工资上涨导致劳动力成本提升后，那么制造业也是首当其冲受到冲击的行业。富士康作为利用中国劳动力优势的极致代表，跳楼事件可以看作是工资收入保障不力问题悲剧化的案例，而富士康一举将最低工资从 1200 元大幅上调到 2000 元的举动则可以看做中国再也不能依赖于廉价劳动力继续推动经济增长的决心。在这种趋势下，制造业，包括建筑业和低

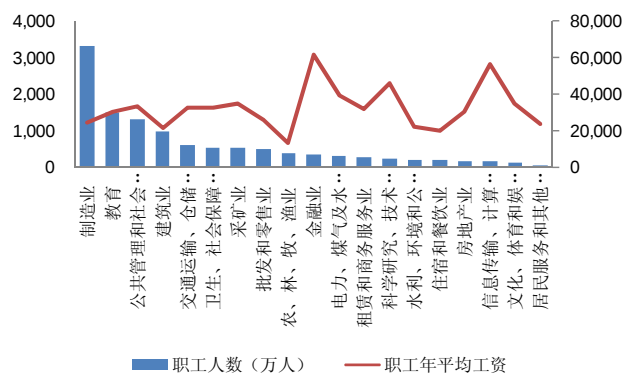
端服务业将被逼迫进行产业升级和转型，而跟不上此一趋势的传统产业必然被淘汰。

图表 26: 财政收入、工业企业利润、职工工资增速



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

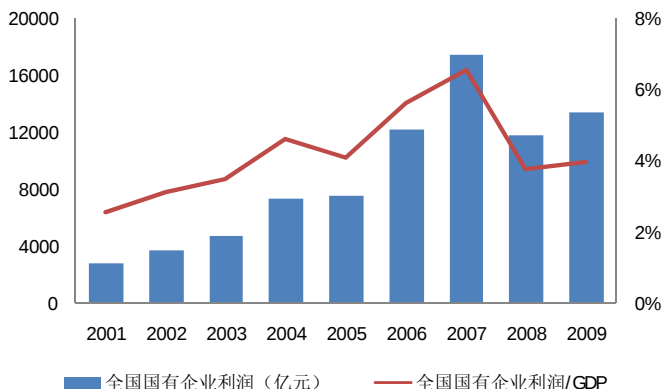
图表 27: 各行业职工人数及平均工资水平（2008 年）



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

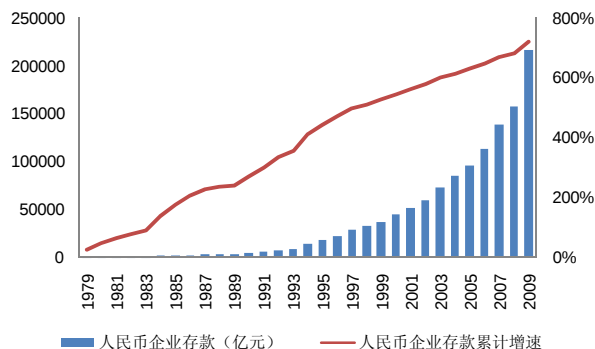
国民收入分配改革的另一重要课题在于如何实现国企分红。我国内需不足的根本原因在于国家财富过度流向国有经济体，特别是流向国有企业。1994 年税制改革，由于当时国有企业固定资产投资拨改贷，还本付息由企业负担，再加之大批国企破产、脱困，国企的税后利润全部归企业支配，再未给国家分红。但时隔 16 年，国有企业利润已经超过 13000 亿，是 1998 年的 60 倍，大量利润被作为留存收益保留在企业内部。中央国有资本经营预算试行三年以来，共收取中央企业国有资本收益 1572.2 亿元。而三年来中央企业实现的净利润 23740 亿元，总的上缴比例仅为 6.6%。

图表 28: 全国国有企业利润及占 GDP 比



数据来源：国联证券研究所，国家财政部

图表 29: 企业存款额及累计增速



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

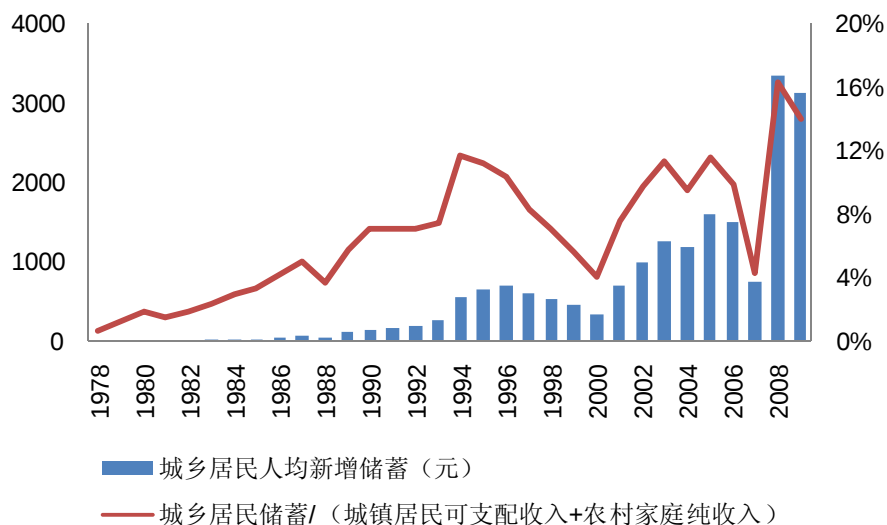
国企分红问题不解决，则出口-投资的循环模式、产能过剩、资产泡沫等问题就无法有效解决。过高的留存利润缺乏适当的监管，则资金配置效率必然降低。在 GDP 考核的引导下，企业投资冲动难以遏制，结果造成固定资产投资居高不下，产能扩张无穷无尽；央企参与房地产投资，“地王”频现等一系列问题。同时，大量国有收益无法进入财政体系，国家二次分配能力受到严重制约，居民收入无法提高，则内需又进一步被削减。如此下去，内需不足问题无法解决，投资意愿又过于强烈，形成恶性循环，则依靠外需发展的经济模式始终无法改变。

最新报道称，全国人大财经委、民盟中央、国家发改委将分别提交收入分配改革方案，尽管提法和表述有所不同，但切入点均直指要害——改革必须从宏观方面切入，即解决收入分配不公平问题，重点是减少政府和企业手中聚集的社会财富。尽管过去 5 年间收入分配制度改革始终步履维艰，但关系到中国经济的转型和基本民生，今后一段时期内改革推进的速度和力度将会超出预期。作为收入分配改革的结果，我们不仅将看到居民消费能力的提升，同样重要的一点是，通过收入分配改革，国有经济留存收益将被大量收归国家财政所有，企业的投资冲动被大大削减，这意味着未来很长一段时间内，固定资产投资增速将回到一个合理的水平，而与之相关的行业都将面临需求降低的考验。

4.2 降低隐性成本

我国居民储蓄率较高的重要原因之一是隐性生活成本过高。1978 年以来，城乡居民新增储蓄在其收入中的占比一直不断提高，显示我国居民储蓄意愿的不断上升。储蓄率的上升显示出我国居民对未来支出的保障性需要在不断增长，也就是说，我国居民隐性生活成本在不断增长。

图表 30: 居民储蓄及其收入比较

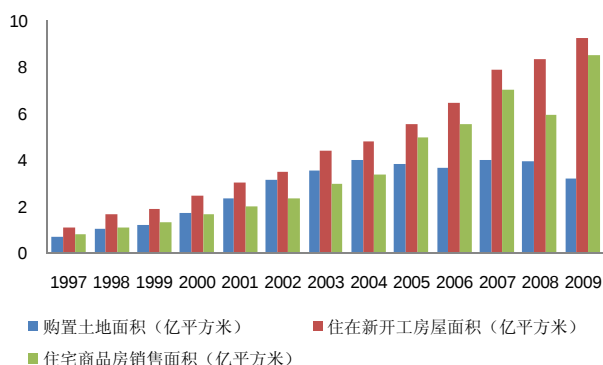


数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

居民消费不足不仅源于显性收入较低, 还受到隐性成本过高影响。显性收入的增加是改善国民收入分配结构的第一要务, 但其必然是一个漫长的过程, 而隐性成本的降低则是当前可迅速推动的第一急务。什么是隐性成本? 所谓“居者有其屋, 病者有其医, 勤者有其业, 劳者有其得, 少者有其学, 弱者有其助, 老者有其养, 工者有其薪……”除“工者有其薪”已经从显性收入角度论述以外, 其余部分基本涵盖了居民隐性生活成本的各方面, 即住房、医疗、养老和其他社会保障。其中, 住房问题应是最近十年隐性生活成本提高的最主要原因。

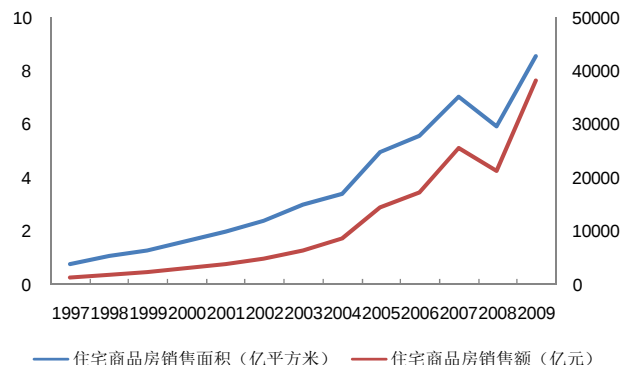
98 年房改开始实行住房分配货币化, 加快住房建设, 促使住宅业成为新的经济增长点, 不断满足城镇居民日益增长的住房需求。其后, 中国房地产行业发展迅猛, 但同样迅猛的还有不断上涨的商品房价格, 经过 10 多年发展, 房价问题已经成为中国社会经济中最尖锐、突出的矛盾。

图表 31: 历年住宅地产开发销售情况



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

图表 32: 住宅商品房销售面积与销售额

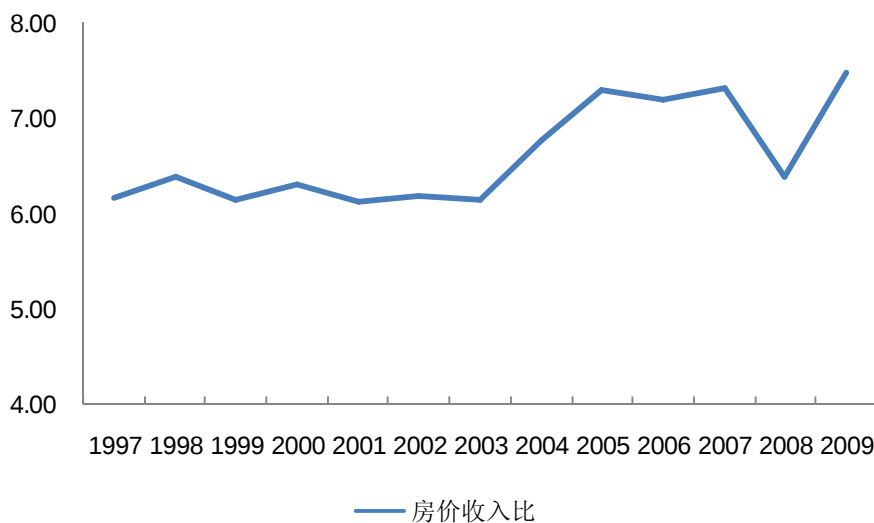


数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

中国人普遍具有“居者有其屋”的传统思想,这造就了巨大的刚性需求,而快速上升的房价与此结合的结果必然削减了我国居民其他的消费意愿。根据房价收入比公式计算,中国目前的房价收入比超过7已经属于“国际房价难承受地区”的范围,并且我国可支配收入增速还低于房价上涨速度。如果按照全面小康社会居住目标,到2020年,中国城镇人均住宅建筑面积达到35平方米,未来房价仍不加以节制,以每年15%的速度增长,城镇人均可支配收入则维持目前10%的增速,到那时的房价收入比将会是15倍。

更重要的是,这只是全国平均房价水平,如以上海、北京等一线城市平均10000元以上的销售价计,房价与收入比的差距将会更大。预期未来收入无法支持潜在支出的情况下,必然只有削减当前消费支出,增加储蓄。在房价不断上涨,居民收入却又跟不上GDP增长速度的情况下,这种对当前消费的削减几乎是永续的,则提高居民消费水平更将无从谈起。

图表 33: 房价收入比



数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

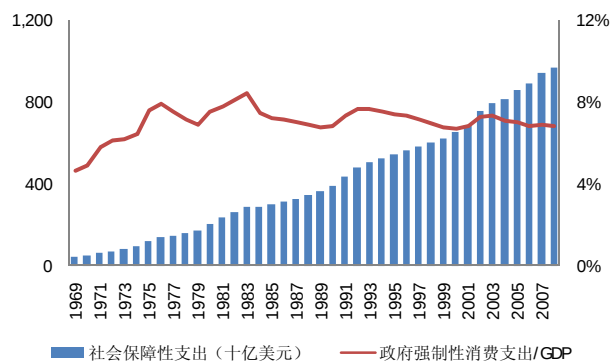
对于房地产调控的针对性的政策亦十分明确, 即回到 98 年“房改”的初衷。回顾 98 年房改纲领性文件,《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》(简称国务院 23 号文), 我们可以看到“98 房改”的基本设计没有错。23 号文原本的安排中,“居者有其屋”的刚性需求应由政策性的保障住房来解决。但目前中国的住宅供应体系几乎完全由商品房主导, 中国庞大的住房刚性需求和经济高速发展过程中积聚的旺盛投资需求全部只能投入商品房市场, 这必然造成供需不平衡, 房价不断上涨。所以, 政策的关键在于在住房供应体系的构建划清市场化和非市场化的界限。通过大力发展保障性住房体系, 一方面维持正常的固定资产投资额, 另一方面将大大降低居民生活中的隐性成本, 激发提升消费品种的需求。

但对于房地产行业来说, 黄金时代已经终结。过去 10 年商业住宅地产业的成功基本建立在房价的上涨, 而房价上涨的根源则在于商品房单一供给下的供需不平衡。因此, 如果政策转向“98 房改”的初始精神, 划清供应界限, 则地产行业必然会回到平均利润水平。

其他的隐形成本还包括: “少者有其学, 弱者有其助, 老者有其养, 病者有其医”, 即社会福利保障, 亦有必要继续加强支出。国家建立完善的社会保障体系, 在一定程度上解除民众后顾之忧, 从而刺激消费。因此, 社会保障、居民消费之间存在着相互促进的关系, 在国内消费不足的时候, 应当通过发展社会保障事业刺激消费、扩大内需和推动经济增长。相比发达国家而言, 我国社会保障性支出在 GDP 中的比例还有很大的提升空间。当然, 我

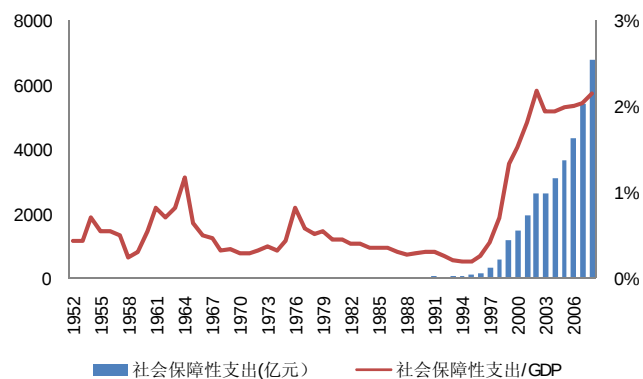
们不能预期一个正在完善过程中的社保体系能够很快大幅度提高我国居民本身的消费率，但是国家通过社会保障支出将会代替居民消费，医疗、卫生等公共产品的消费，其增长是值得期待的。

图表 34: 美国社会保障相关支出与 GDP 之比



数据来源：国联证券研究所，美国经济分析局

图表 35: 我国社会保障相关支出与 GDP 之比



数据来源：国联证券研究所，国家统计局

5. 必然的转型取向

无论从国际经济格局的历史规律，还是我国经济发展模式的必然变迁，中国都到了必须转型、必然转型的时代。我们可以预见未来较长一段时间内，中国经济将发生深刻变化，尽管我们不能预测中国转型的爆发点将在多少时间内实现，但这种潜在的变化趋势必然先期在资本市场上充分体现，而现在仅仅是个开始。

从国际经济格局和美元周期来看，必须紧跟创新周期，摆脱美国在创新经济上的绝对领导；从中国经济内在动力的转换来看，则提高消费，扩大内需是当然之选。创新、消费，以及围绕两者的投资将是中国经济增长的新模式和投资的新方向。

5.1 高举创新经济大旗

美国历来都是创新经济周期的引领者，是其巩固自身国际经济地位的核心优势所在，自第三次工业革命以来，其领导者地位从未改变。但是，21世纪的创新格局正在发生变化，破坏性创新加速、创新的扩散速度极快，世界其他国家，包括发展中国家，都有望摆脱单纯跟随者的宿命，形成多点创新的格局。

美国国会对能源办公室的慷慨支持已经再次表明，低碳经济正是下一创新经济周期的主要方向之一，对低碳经济的开发因各国能源结构不尽相同会形成各自的发展取向，从而构成多点创新的格局；

而互联网经济没有界限的发展模式则显示出这样一种可能，即中国有望实现在部分技术上从跟随到原始创新引领全球扩散。腾讯作为中国最成功互联网模式的代表之一，其创新能力被认为能与苹果、谷歌和亚马逊相提并论，就是最好的证明。

我们坚持在自去年提出的年度策略报告中一贯的观点，看好低碳、信息化革命的深化领域发展，而为低碳、信息化提供支持的高技术含量制造业则将摆脱单纯的劳动力优势，走上新的高速发展道路。

图表 36: 新经济元素的驱动力、发展模式和重点领域

新经济元素	驱动力	发展模式	重点领域
新兴能源与节能环保	资源消耗和人类对生活质量的追求迫切要求提高能源利用效率	结合我国发展实际,对现有工业和技术水平的低碳化及对传统消费能源的替代	煤炭清洁利用、智能电网、储能技术的应用、电池产业
信息化革命	围绕信息化提高劳动生产效率的产业创新周期进入新阶段	围绕新兴社会形态所产生的需求展开从跟随到原始创新的全球扩散	以物联网、移动互联网为突破口的新一轮信息技术浪潮
高技术含量制造业	传统制造业优势无以为继,新的经济发展需求对制造业技术含量提出更高要求	围绕低碳、大国军工战略等新的制造需求,替代低技术劳动力,发展高端、智能化制造业	航空制造业、节能环保、自动化、智能化设备、制造服务业

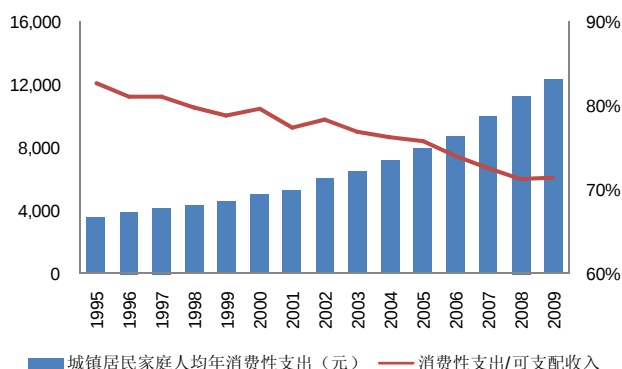
数据来源: 国联证券研究所

5.2 平民消费的释放

我们已经论证,中国消费需求的释放来自于国有经济“还富于民”,通过收入分配制度改革提高居民显性收入,特别是提高劳动报酬在收入中的比例;通过社会保障改革降低居民隐性生活成本,首要目标是降低居民住房成本。因此,我们不难理解,中国消费起步必然从“平民消费”开始。“平民消费”既不是以衣、食为主的生存型、温饱型消费,也不是以奢侈品为主的高端消费,而是建立在改善型生活方式基础上的“小康消费”。“小康消费”消费主体则需从城、乡、国家三方去认识。

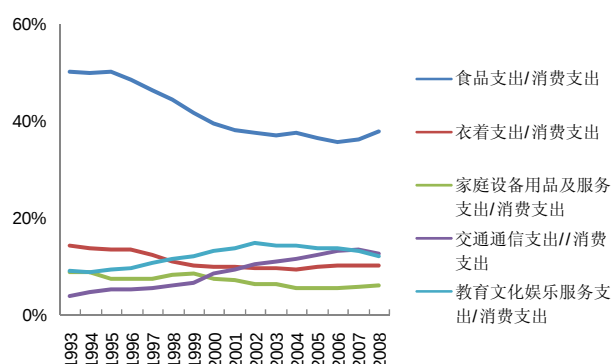
城市消费注重提升“品味”。对于城市居民来说,消费支出与可支配收入之比已经在 70%以上,并且我们预计过去 10 年来不断下降的趋势会随着城市生活隐性成本的下降而扭转。因此,城市“小康消费”的重点在于消费结构的改变。除食品以外的消费支出将会增加,而消费者看重的将会是消费品带来多大的文化、品味附加值。

图表 37: 城镇可支配收入与消费支出



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

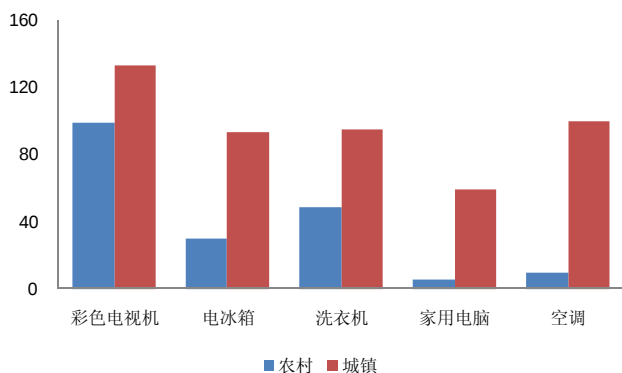
图表 38: 城镇居民消费支出类别占比



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

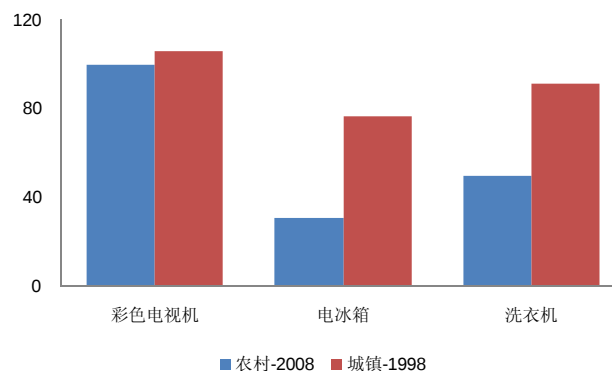
农村消费强调提升“品质”。农村居民消费从总量上还有很大的提升空间, 在耐用品家用电器方面, 农村与城市的差距相当大, 甚至与 10 年的城镇消费水平都有一定差距。通过“家电下乡”等一系列提高农村生活“品质消费”的措施, 相关消费品行业仍能延长其增长周期。

图表 39: 农村和城镇每百户耐用品拥有量 (2008)



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

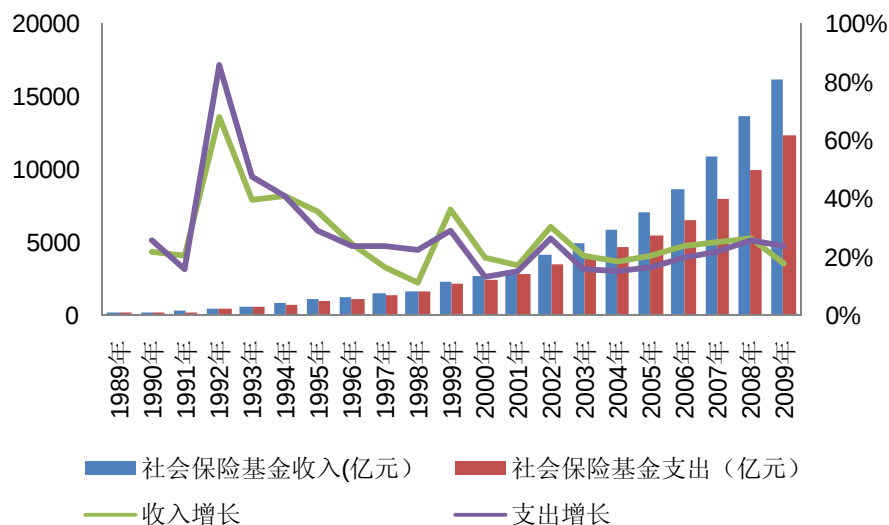
图表 40: 农村和城镇每百户耐用品拥有量 (1998 Vs 2008)



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

国家消费支出定位“公共”。前文已述, 我们不能预期一个正在完善过程中的社保体系能够很快大幅度提高我国居民本身的消费率, 但是国家通过社会保障支出替代居民消费医疗等产品的增长速度是值得期待的。因此, 我们对于医药、医疗设备、等公共医疗消费品的支出增长颇为期待。

图表 41: 社会保障基金收入与支出及其增长率



数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

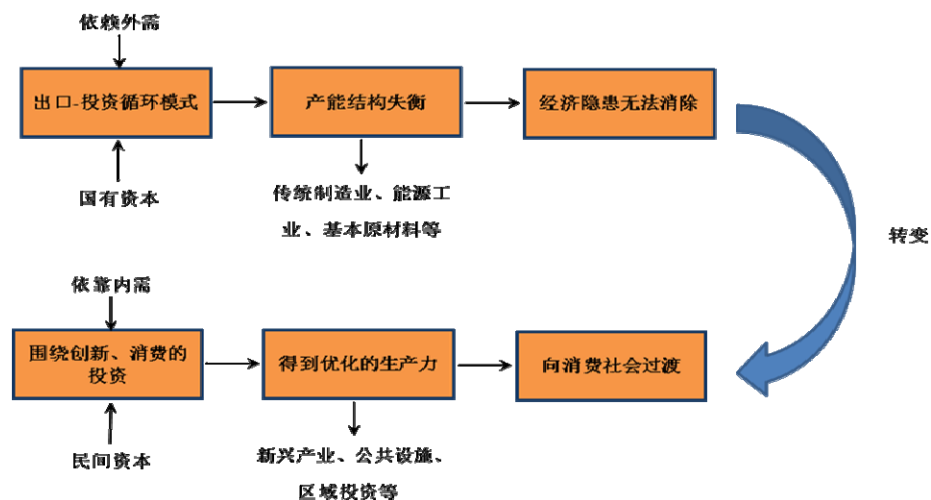
5.3 投资为创新、消费服务

前文已述,我国投资与消费的失衡源自于内需不足下的出口、投资循环发展的必然结果,而经济转型的目标就是要打破这一循环,最终实现以消费驱动的经济发展模式。

投资在很长时间内仍然是支持中国经济稳定增长的重要力量。虽然从投资驱动向消费驱动将会是中国经济中期发展的必然趋势,但不可否认的是,通过提高居民收入从而实现消费率提升将会是一个漫长的过程。在一个可预见的未来,我们仍然需要依靠稳定的投资增长来抵消外需的疲软,消化过剩产能并为经济转型赢得时间。

但不同于过去出口-投资循环驱动的模式,新的投资需求必然要与中国经济转型目标相匹配。投资在短期看是需求,从长期看应转化为经济的实际生产力。因此,在保证固定资产投资稳定增长的同时必须将之与中国经济社会的转型结合起来,为创新服务、为建设消费社会服务。从这个意义上讲,首先投资要保障创新,其次投资要带动消费,最后必须充分利用民间资本投资。事实上,这三者在 09 年以来已经是高层一再强调的重要转型举措。

图表 42: 不同驱动力下的投资



数据来源：国联证券研究所

投资保障创新体现在了对发展战略新兴产业的重视。战略性新兴产业投资被看做是一个转型意义上的“4 万亿”投资，其重要意义无庸赘述。从发改委最新透露的新兴产业七大重点方向，即节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车来看，我们相信未来较长时间内新兴产业的投资总额将远超 4 万亿的规模。如其中信息技术相关的 3G 建设拉动投资就在万亿；物联网又是一个规划中的万亿级产业；环保业未来 5 年的投资总额甚至可能达到 3 万亿。对新兴产业加大投资将会促进中国经济的转型，同时也保证了投资稳定增长，进而保证了中国经济的稳定增长。在此过程中，我们认为经济效益与投资和政策支持密切相关的产业方向，如为新兴经济打基础的部分原料、基础设备都将随着投资力度的不断加大而提升自身的价值。

投资带动消费是经济转型过程中另一项投资重点。在一个依靠内需的经济结构中，投资应以提升消费为核心，实现投资与消费的互相促进，寻求投资与消费的结合点。以投资带消费将不仅可以增投资、保增长，而且可以扩消费、惠民生，促进持续发展。

以投资带动消费的重要举措首先在于围绕区域经济建设的一系列投资，其核心是深化城镇化发展。根据社科院《中国工业化进程报告》的分类标准，我国总体上已经进入工业化后期，经济发展应更多倚重第三产业。但实际上，部分地区如海南、广西还处在工业化前、初期水平，绝大多数省份处在工业化中期。从城镇化角度看，也有一半的省份有较大的城镇化需求。城镇化要求较大，同时工业化空间也较大的省份，如新疆、甘肃、云贵、四川、安徽

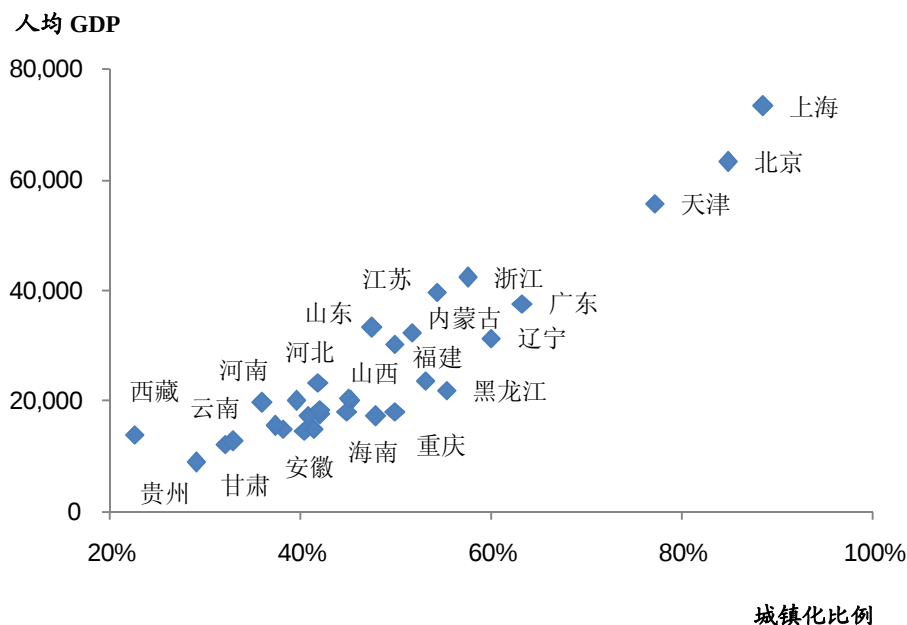
等都存在较大的工业化需求，因此也是产能消化的重要方向。事实上，我们看到 09 年以来密集出台的区域振兴规划也大致在此范围内，我们看好其后续的工业化进展。

图表 43：各地工业化阶段

阶段	指标	省、直辖市
工业化前期	第一产业 > 第二产业	海南
工业化初期	第一产业 < 第二产业； 且第一产业 > 20%	广西
工业化中期	第一产业 < 20%； 第二产业 > 第三产业	河北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、福建、江西、河南、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆
工业化后期	第一产业 < 10%； 第二产业 > 第三产业	天津、山西、辽宁、江苏、浙江、山东、广东
后工业化时期	第一产业 < 10%； 第三产业 > 第二产业	北京、上海

数据来源：国联证券研究所，《中国工业化进程报告》，WIND

图表 44：各地城镇化水平与人均 GDP



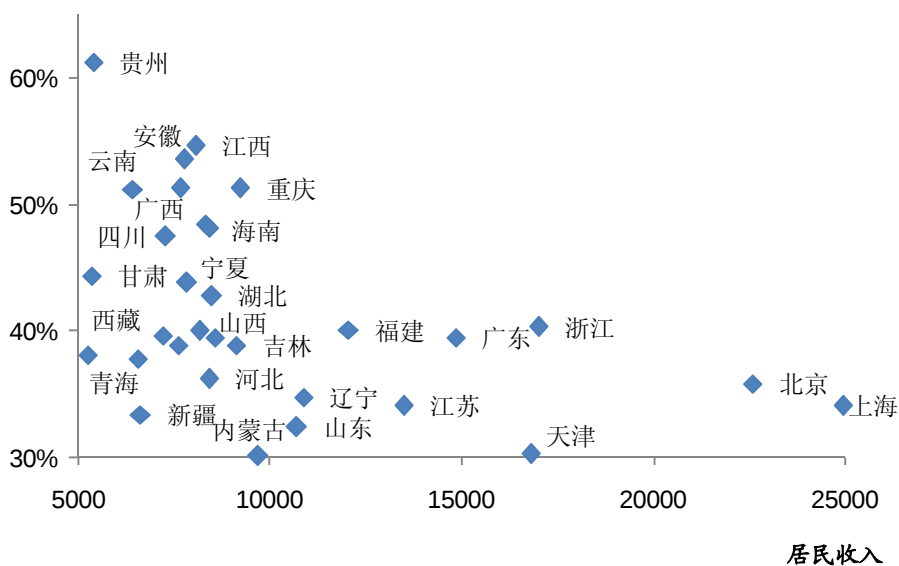
数据来源：国联证券研究所，WIND

而从消费的角度来看建设，我们认为区域建设将有部分侧重于如何提高当地最终消费在 GDP 中的占比，而这当然也要通过提高收入和消费性支出来体现。不同于一般观念，我们发现一些 GDP 大省反而在消费拉动经济方面

表现落后，甚至还包括一些沿海城市，这是我国 30 年发展外向型经济所导致的城市发展模式不合理。因此我们就可以理解国家在提出区域振兴方案时，不仅照顾到中部、西部落后地区的城镇化产业转移，也关注到如长三角、珠三角等地区的“再振兴”和“转型”。结合我们对“平民消费”城市看“品味”、农村看“品质”的分类，我们认为区域振兴投资看点也不完全在中西部，福建、广东、天津、山东等较发达省市围绕消费展开的振兴投资一样有看点。

图表 45： 各省居民收入与 GDP 比较（2008）

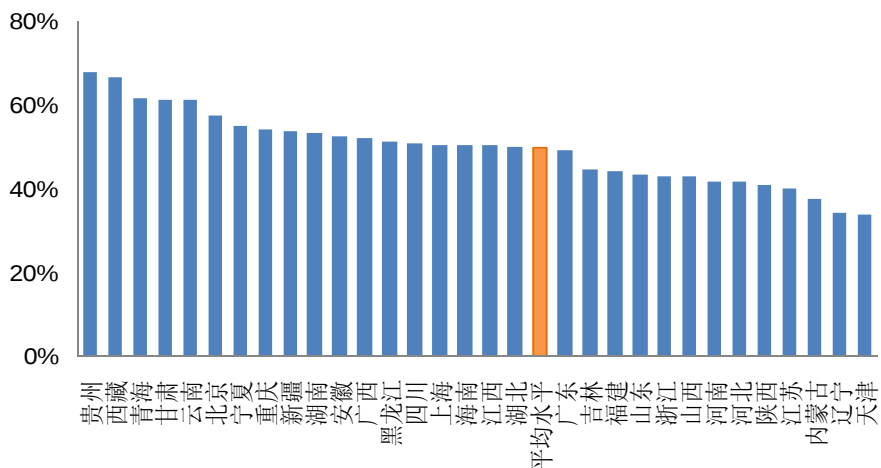
居民收入/GDP



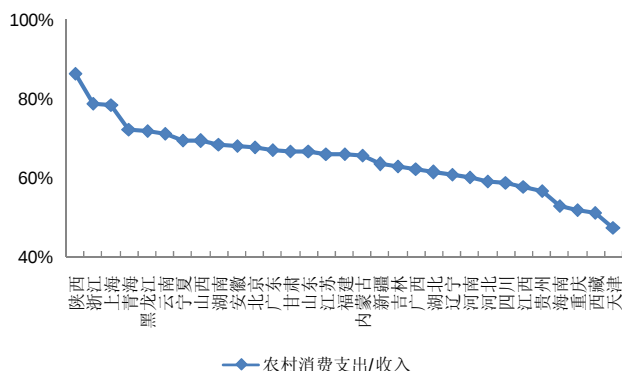
数据来源：国联证券研究所 WIND

注：人均居民收入由城镇居民可支配收入与农村居民纯收入加权所得

图表 46： 各省 GDP 中最终消费占比（2009）

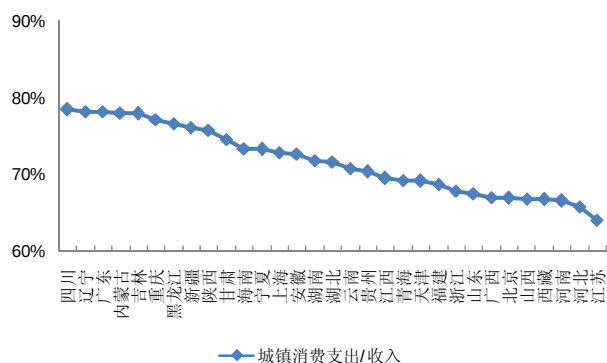


图表 47: 各地农村消费支出与收入比 (2008)



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

图表 48: 各地城镇消费支出与收入比 (2009)



数据来源: 国联证券研究所, 国家统计局

以投资带动消费同样体现在国家意志的公共品投资上。尽管过去 30 年, 固定资产投资都是中国经济的主要推动力, 但实际上由于投资驱动力是外需而非内需, 导致投资结构失衡, 我国在很多必要投资上还有“欠账”需要弥补, 其中最主要的是与消费社会环境建设密切相关的公共设施建设。

第一, 前文已述, 住宅房地产将会部分恢复其公共品属性, 保障性住房将会是国家公共投资的重要方向之一。在“居者有其屋”问题得到较为妥善解决的情况下, 相关生活消费支出才会有良性的增长。

第二, 铁路的建设投资被提升到国家战略高度, 是最受瞩目的公共投资项目。铁路建设对缩短我国各区域经济体之间的时间距离、运输成本, 从而提升区域水平有着重要意义。2020 年我国铁路建设目标要达到 12 万公里以上, 2012 年后要形成全国四纵四横全面贯通的高铁交通网, 未来中国的铁路建设必将进入快速发展阶段。不仅铁路建设、铁路物流相关行业受益, 通过加大铁路建设实现区域经济快速发展的地区, 如新疆等也应得到相当的重视。

第三, 与居民生活消费密切相关的公共品投资也非常重要。截止 08 年, 我国人均公园绿地不到 10 平方米; 每万人拥有公共厕所 3 个; 城市每万人拥有公交车 11 辆; 每万人拥有医院床位也只有 28 张。公共基础设施建设的落后已经大大影响了居民生活质量, 成为抑制消费的潜在因素之一。因此, 继续加大公共基础设施投资, 提高居民生活质量是关系到转型消费社会的重要方面。我们将会看到城市绿化等公共建设快速增长, 带动相关产业发展。

充分利用民间资本投资是实现“投资为创新、消费服务”的资本保障。通过加大国企分红, 国有企业的投资冲动将被有效遏制, 民间资本将成为公共品以外产业, 尤其是新兴产业的投资主体。国有资本长期主导产业投资造

成民营资本或困于劳动密集型的出口加工产业，或转向投资品“炒作”，前者导致中国经济转型困难，而后者对资产泡沫负有责任。合理引导民间资本转向产业投资有利于传统产业的转型和新兴产业的发展。相比国有资本，带有更多风险投资色彩的民间资本在新兴产业领域将会有更大的施展空间，同时这也是打破国有资本主导投资模式弊病的重要举措。**我们认为，在新兴产业投资标的的选择上，应适当考虑资本属性这一维度。**

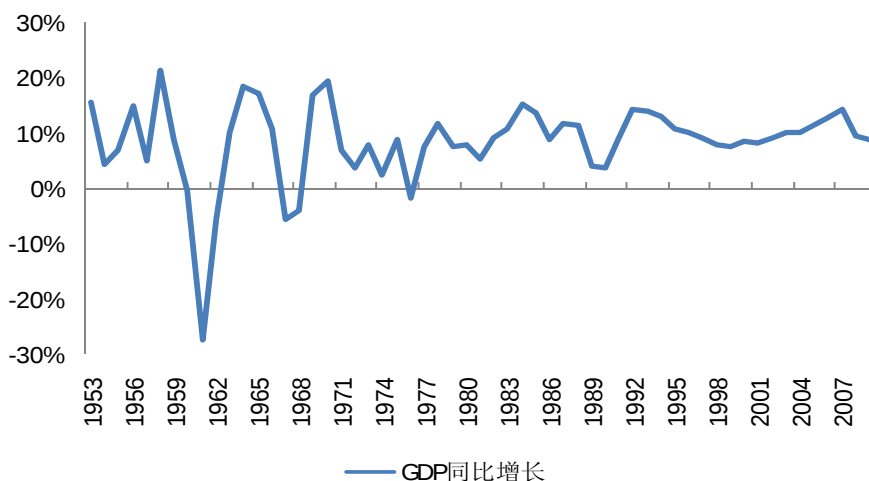
6. 证券市场同样面对转型

经济转型，作为“晴雨表”的证券市场同样面临转型，我们所面临的不仅有中国证券市场趋势性的转变，更重要的是面临投资结构上的转变。

6.1 市场趋势的转变

从经济发展战略的转变角度来看，中国经济可分为三个阶段：1953 年完成“三大改造”至 1965 年，中国以百废待兴之姿大力发展工业实现了第一次快速发展；1966 年-1976 年则因众所周知的原因，中国经济进入调整；1978 年开始的改革开放标志着中国走向出口替代发展战略，并且这一模式在 97 亚洲金融危机和 02 年“入世”后达到极致，直至 2008 年世界金融危机，而 2009 年则是旧经济模式的“回光返照”。从 2010 年开始，是中国经济对过去 30 年发展的反思和修正，是战略层面的变革。从历史看，中国经济每次高点后回落的调整时间需要 4-5 年，因此我们判断此次经济调整的时间也是一个较长的过程。

图表 49： 中国历年 GDP 同比增长



数据来源：国联证券研究所 WIND

再从三驾马车的分项来看，作为中国经济大调整的开端，2010 年经济状况不存在超预期以外的乐观因素。前文已述，我们认为在国际经济环境动荡、国内经济发展模式双重制约下，“三驾马车”中的固定资产投资会回复到一个平稳增长的水平；净出口方面，人民币逐步升值将利于进口，而坚定地对

产能过剩行业、缺乏竞争力的出口加工型产业进行“调结构”将会控制出口增长，从而导致贸易顺差缩小；而消费率提高只可能是一个较为漫长的过程。因此中国经济的增长在未来较长一段时间内更可能保持一个温和增长的水平。预计 10 年名义 GDP 增长保持 9%-10%，而大宗商品的长期熊市则会提供一个相对较安全的通胀环境，CPI 水平维持在 3%-4%。

有鉴于此，我们已经调整了对 2010 年 A 股的盈利预测，下调我们对市场向上空间的预期。

图表 50： 调整2010年的盈利预测区间

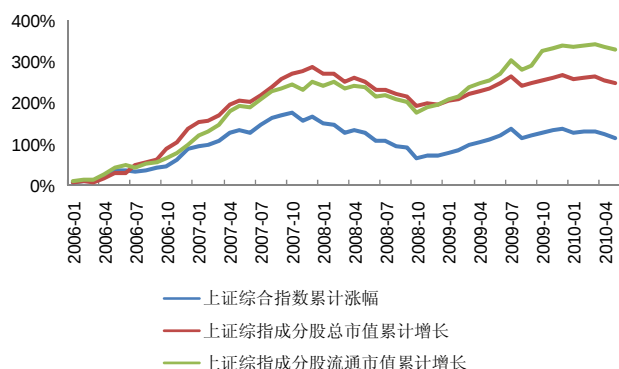
不同情形	大类行业	利润比重构成	盈利增长假设	2010年盈利增长预期
乐观	金融	45%	30%	30%
	非金融	55%	30%	
中性	金融	45%	28%	26%
	非金融	55%	25%	
保守	金融	45%	26%	23%
	非金融	55%	20%	

资料来源：国联证券研究所

股市表现决定于两方面，经济面主导盈利变化，而流动性对估值因素有极大影响。就宏观流动性而言，我们在今年的月度、季度策略报告中已经多次提到，在经济转型的过程中，流动性紧缩的趋势不会改变。缺乏经济增长核心动力，单纯的宽松流动性政策难以持续，且容易种下经济危机的祸根，70 年代美国“滞胀”，08 年次贷危机都与此有关。07 年中国已经意识到经济必须转型，开始实行稳健的货币政策，但全球金融危机打乱了中国转型的步骤，09 年的超宽松流动性既是无奈之举，又是旧经济模式的“回光返照”。当“保增长”任务完成后，流动性政策必然要回归稳健的主基调，这就意味着 09 年的流动性环境不仅是“可一而不可再”，而且需要相当长的流动性“退出”和“紧缩”来消化。一个典型的例子是，已经开始的地方融资平台清理必然影响银行的资本充足率，从而在下半年对流动性继续造成压力。

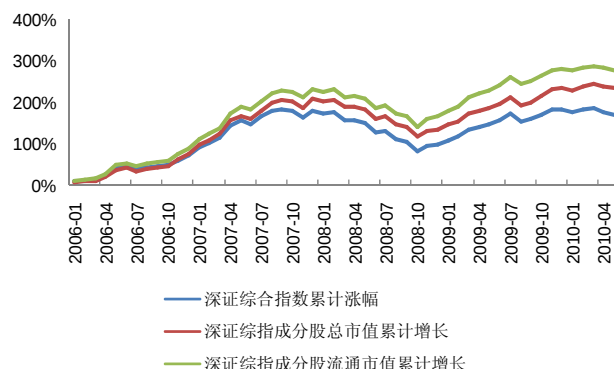
不过，对市场而言，更大的压力来自市场流动性本身。自 2006 年以来，中国股市不断上涨也是不断扩容的过程。06 年 1 月至 10 年 5 月，上证指数累计上涨 114%，而上证指数成分股总市值却增加了 247%，流通市值更是增加了 330%，总市值和流通市值的扩容压力分别是 2.2 倍和 2.9 倍。深综指也存在同样的问题，其扩容压力也达到 1.4 倍和 1.6 倍。

图表 51: 上证指数涨幅及成分股总市值、流通市值增长



数据来源: 国联证券研究所, WIND

图表 52: 深证指数涨幅及成分股总市值、流通市值增长

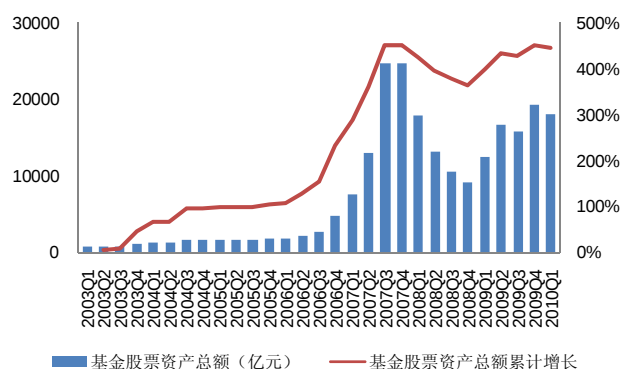


数据来源: 国联证券研究所, WIND

股市大量扩容所导致的结果是市场上的主要投资者——基金的话语权不断下降。尽管自 2003 年以来基金行业获得快速发展的机遇,基金管理的股票资产总额实现 4 倍以上的增长,但很明显的,2007 年后基金资产几乎停止增长,但与此同时却是我国股权分置改革后,A 股流通市值和实际流通市值快速增长的时期,此消彼长下,基金在 A 股的话语权大大降低。

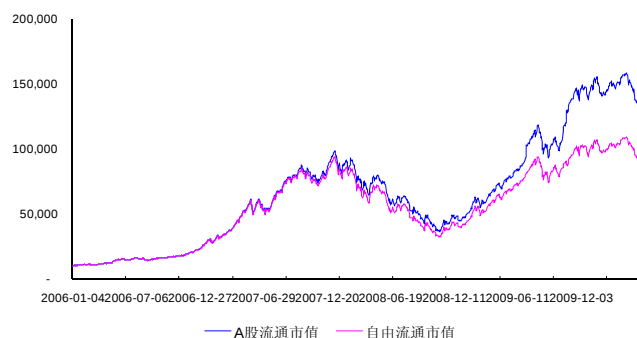
2008 年 1664 点低位,A 股自由流通市值约为 34000 亿元,而当时基金持有股票市值约 10000 亿元,股票型与混合型基金净资产 14000 亿,双方还算旗鼓相当。09 年 8 月市场见 3478 点高位时,A 股自由流通市值估计达到 9 万亿,已经超过 07 年股市顶峰时水平,但此时基金所持股股票资产仍只万亿左右,股票型与混合型基金净资产也不过 17000 亿,双方差距已经极大,依靠基金的能力无法再推动市场。基金对 A 股市场的话语权已经明显减弱。根据估算,A 股自由流通市值大约为 A 股全部流通市值的 70%左右,即约为 7-8 万亿左右,接近 A 股 2007 年时的顶峰。如需推动指数继续上升,则必须要有新增资金不断流入,但就基金 07 年后资产总额增长几乎停顿的情况来看,流动性对市场的支撑极其脆弱。

图表 53: 基金股票资产总额和增长率



数据来源: 国联证券研究所, WIND

图表 54: A 股流通市值与自由流通市值之比

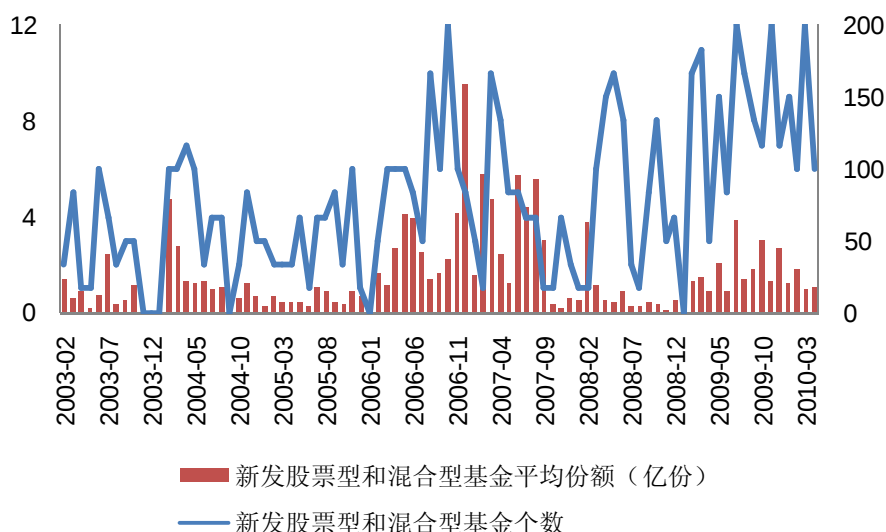


数据来源: 国联证券研究所, 莫尼塔, WIND

改变目前市场流动性严峻的局面至少需要两方面的努力。一是市场扩容步伐放慢, 即新股发行暂停。但这也只是不再使情况更坏而已。更直接和必须的方法是增加市场资金供给。可能的资金供给包括新发基金、驱使活期存款搬家、加大社保、保险、海外资金入市规模等等, 但就目前情况来看, 其实也不现实。虽然 09 年和 10 年每月新发股票型和混合型基金个数基本能与 06-07 年持平, 但单个基金的首发规模大大降低, 回到 04 年水平, 居民购买基金的意愿始终低迷, 市场好转也并未吸引更多资金进入。其他如海外资金、保险资金等至少在 10 年下半年也见不到超常规扩大规模的可能。

其中症结在于, A 股市场大起大落导致财富效应缩水。上证指数 2001 年 5 月 31 日收报 2214 点, 而 2010 年 5 月 31 日上证指数收报 2592 点, 十年指数仅上涨 17%, 甚至比不上 CPI 的涨幅。

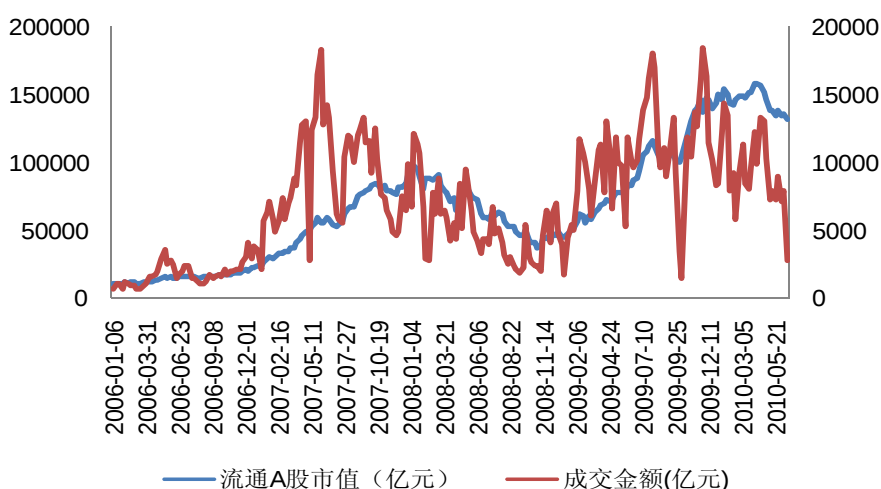
图表 55: 历年新发基金个数和首发份额



数据来源：国联证券研究所，WIND

综上所述，我们认为 A 股市场面临的经济转型和市场转型压力超过我们去年年底时的预测，股指在二季度时创下的低点将可能不是市场反转的拐点。快速扩张的 A 股流通盘需要更大的成交量支撑，但就目前宏观流动性和市场资金供给来看，这一点难以达成。在流动性支持如此脆弱的情况下，投资者心理的负面波动效应将会明显大于乐观预期效应，因此下半年 A 股市场存在创新低的可能，而上涨压力很大。我们认为下半年上证指数运行空间可能在 2200 点-2800 点之间。

图表 56: A 股流通市值与成交量



数据来源：国联证券研究所，WIND

从市场的趋势来看，由于农行发行的因素存在，整个下半年存在前高后低的可能。即6月-7月市场“维稳”交易性机会活跃，而8月以后市场再度进入探底过程。鉴于整个下半年经济、市场局势均不稳定，我们认为市场完成筑底开始反弹的时机可能产生在四季度，甚至延后至10年年底。

6.2 市场格局的转变

尽管A股市场整体不乐观，但作为转型时期的证券市场，结构性的优异表现也是其明显的特征。前文已经述及，市场资金面的供需关系发生了根本性的改变，而供需发展趋势使得2010年的资金偏好与2003-04年有着本质上的不同。

从投资思路上讲，中小板、创业板的蓬勃发展与PE、VC与资本市场联动加强引入了新的投资思路。随着中小板和创业板市场的不断扩容，以及通过积极参与定向增发，PE和VC逐渐成为股票市场新的力量。正如2002-2004年QFII和社保资金入市带来PE、PEG、资产重置、DCF等国际通行的投资风格，风投的策略和思路也正在影响着市场。注重公司独特的商业模式与竞争优势，国际化比较、市值/行业发展空间比较等新的投资思路开始盛行。

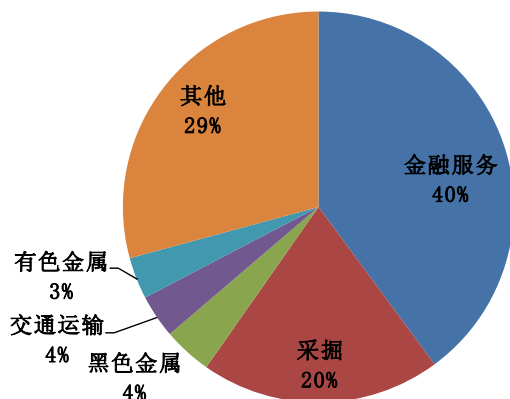
从投资者的构成上讲，新的力量对比格局正在形成。中国证券市场成立至2002年，市场的主要力量以散户为主，是一盘散沙，各自为战的时代；从03年开始，公募基金公司超常规发展，自03-07年是公募基金、QFII等机构投资者一统天下的时代，市场投资风格基本由其掌握；而随着多样化的市场格局建立，基金等机构投资者在市场上的话语权减弱，A股市场又将进入公募、私募、成熟个人投资者等多方共存，相互博弈的局面，投资者的理念、策略、需求多样性开始显现。

因此，在新的市场投资思路和力量对比格局的影响下，特别是在市场流动性支撑非常脆弱，只能小范围活动的情况下，创业板、09年IPO重启以后形成的“新中小板”（有别于此前的中小板，因其公司和行业风格亦类似创业板）将成为2010年下半年A股的亮点所在。

就投资方向而言，这两个市场所容纳的行业和个股亦符合我们根据国际经济中国经济双重转型需要所得出的投资方向；

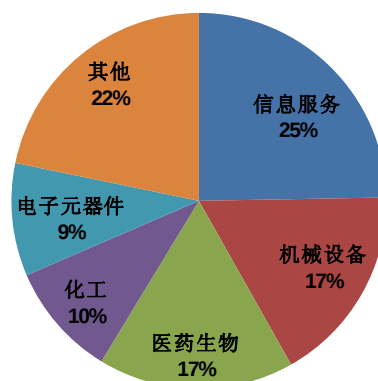
而从流通市值角度来看，以创业板为例，创业板当前流通市值835亿，为总市值的22.5%。以目前基金近2万亿股票市值，5%的资金转向已经可以形成创业板市场上的供不应求，如果加上其他场内资金亦出现转向，则创业板交易性机会的活跃程度必然超出想象。

图表 57: A 股整体行业分布情况



数据来源: 国联证券研究所, WIND

图表 58: 创业板行业分布情况



数据来源: 国联证券研究所, WIND

6.3 坚定投资创新与消费

结合我们对世界经济、中国经济和 A 股市场转型的分析, 2010 年下半年及以后很长一段时间内投资方向已经很明确。投资者应当且必须顺应国际、国内经济战略发展的大趋势, 转变过去的投资思路。创新、消费, 以及围绕两者的投资是不可动摇的战略性投资方向, 对于内需消费、创新经济和区域投资, 我们认为应当坚持看好; 而对于在经济转型中首当前冲承受压力的房地产、固定资产投资产业链和大宗商品相关产业都应谨慎回避。

图表 59: 2010 年下半年投资格局

投资方向	外部驱动力	内部驱动力	重点领域
内需消费	世界经济进入不稳定时期, 外需下降	提高居民消费能力上升为国家战略, 提高消费率实现经济可持续发展成为共识	城市消费注重“品味” 农村消费强调“品质” 国家消费定位“公共”
创新产业	新的创新经济周期来到, 美国已经走在前列	生产力质的提高产生了对新经济元素的需求	低碳、环保 以移动互联网、物联网引领信息产业 高技术含量制造业
区域投资	出口-投资循环无以为继, 区域建设保障投资	30 年出口导向型经济遗留的经济不平衡问题必须解决	中、西部地区城镇化 东部沿海地区消费化

回避领域	外部压力	内部压力	结果
房地产	资产泡沫引发“热钱”流动压力	房价过高是民生问题，房地产业必须提高其公共品性质	房地产业成为平均利润行业，不再具备“超配”地位
固定资产投资	外需下降	企业固定资产投资冲动被压制，产能过剩导致建设需求下降	固定资产投资相关的工程机械、建材等行业承压
大宗商品	外需下降，美元走强，价、量都存在压制	产能过剩、需求下降、环保要求提高	强美元周期内，大宗商品行业很难有超额收益

数据来源：国联证券研究所

7. 2010 年下半年国联荐股

图表 60: 2010 年下半年国联荐股一览

	股票代码	股票名称		股票代码	股票名称
金股	000962	东方钽业	成长股	300059	东方财富
金股	600100	同方股份	成长股	002091	江苏国泰
金股	600352	浙江龙盛	成长股	600893	航空动力
金股	600256	广汇股份	成长股	000862	银星能源
金股	000568	泸州老窖	成长股	600361	华联综超
成长股	600129	太极集团	成长股	300020	银江股份
成长股	002292	奥飞动漫	成长股	300030	阳普医疗
成长股	600499	科达机电	成长股	002261	拓维信息
成长股	002148	北纬通信	成长股	002095	生意宝
成长股	600315	上海家化	成长股	000061	农产品

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。