

劳动力重估时代来临

相关研究

报告要点

■ 劳动力重估时代即将来临

从增长动力和产业结构来看，我们非常接近 70~74 年转型过渡期的日本，其间新兴产业尚未崛起而旧有产业还存在增长空间，这种过渡有赖于宽松货币政策及政府支出带来的需求。而在过渡期之后，日本经济再也没有出现 10% 以上的增速，同时实现了向消费社会转变和第三产业的崛起——我们相信这在国内收入分配改革趋势下会逐渐得到体现。由于要素重估路径与日本的差异，国内城市化、第三产业发展的落后决定了国内劳动力重估的滞后，但是在劳动力供求逆转和政策驱动下，在未来几年内也必然会来临。

■ 三大因素决定国内拐点机制的启动

中国经济转型的拐点机制已经启动，理由有三：第一，民工荒的蔓延意味着劳动力供求结构失衡，这在未来可能是常态；第二，农村剩余劳动力转移与城市化进程延续不再匹配；第三，90 年代以来人口增长率长期回落，由年龄结构决定的老龄化和出生率提升都将导致人口红利在 2015 年内的结束。

■ 日本过渡期的两点启示

日本转型过渡期的经验有两点启示：第一，过渡期内传统产业依然支撑经济增长，而新兴产业和服务业则酝酿崛起，是为产业升级；第二，过渡期是劳动力重估最终完成时期，也是消费与通胀同时上涨的时期，之后开始走向成熟的消费社会，是为消费扩散。

■ 投资策略：产业升级与消费扩散

基于日本经验，过渡期内传统产业虽然存在增长空间但是整体盈利向下，而新兴产业和服务业虽然长期获得溢价，但是短期内尚不足崛起，而劳动力重估相关的中低端消费品，如日化用品、农产品、运输物流等具备稳定增长价值。这意味着，国内劳动力重估的滞后以及房价透支的提前，决定了短期内不可能直接进入高收入与高消费社会，而是在收入长期增长中出现消费的逐渐扩散。这也意味着，即使消费扩散是个长期主题，但是当我们必然面临一个估值下移的市场时，在新经济成为确定的增长点或者产业升级完成之前，选择消费品是存在确定增长空间的战略配置，基于此，我们建议超配与消费相关的农林牧渔、食品饮料、商业零售、酒类、医药、电子、交通通信等行业，继续规避地产投资相关行业。

分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

重估的拐点：中国进入转型过渡期	5
经济增长、产业结构与要素分配	5
工业化起飞的中日路径比较	5
产出分配：资本与劳动的博弈	10
三大因素决定国内拐点机制的启动	13
因素一：就业难与民工荒的矛盾	13
因素二：剩余劳动力不足与城市化瓶颈	14
因素三：人口增长的回落减少劳动力供给	16
日本过渡期的两点启示	18
日本过渡期的产业结构变化	18
劳动力重估时代的消费与通胀	20
投资策略：产业升级与消费扩散	25
产业结构调整的投资机会	25
收入重估－消费扩散的投资机会	26

图表目录

图 1: 日本二、三产业占 GDP 比重	6
图 2: 日本二、三产业就业比重	6
图 3: 日本高速增长时代轻工业向重工业转变	7
图 4: 日本机械制造为起飞的先导产业	7
图 5: 日本过渡期后增长动力由投资转向消费	7
图 6: 中国二、三产业就业比重	8
图 7: 1952~1999 年中国城市化滞后工业化情况	8
图 8: 中国经济增长动力	8
图 9: 中国重工业与轻工业占全部工业比重	9
图 10: 中国二、三产业占 GDP 比重	9
图 11: 日本二、三产业产值就业比	9
图 12: 中国二、三产业产值就业比	9
图 13: 日本刘易斯拐点在 1965 年区域	10
图 14: 日本税收负担率	11
图 15: 日本制造业工资于 65~73 年间高速增长	12
图 16: 日本工业化期间的基尼系数	12
图 17: 日本各阶层工资增长	12
图 18: 主要资本主义国家生产率比较优势 (1971 年)	13
图 19: 04 年以来民工荒持续出现	13
图 20: 用工荒从东部向中西部蔓延	13
图 21: 主要行业的产出乘数与就业系数	14
图 22: 联合国预测数据显示 2015 年中国人口红利终结	14
图 23: 劳动力供给跟不上需求的增长	16
图 24: 90 年代末中国城镇化在 30% 以上开始加速	16
图 25: 农业收入伴随生产率一起增长	16
图 26: 农业人均 GDP 增长与外出劳动力拟合	16
图 27: 中国的人口出生率和自然增长率	17
图 28: 中国的人口出生率和自然增长率	17
图 29: 中国劳动力比重在 2009 年见顶, 抚养比也开始上升	18
图 30: 石油危机前日本行业产值占比	18
图 31: 日本主要传统制造业 GDP 占比变化	18
图 32: 增长迅速的行业占比变化	19
图 33: 日本 68~72 年分行业指数表现	19
图 34: 四大成长行业相对日经 225 累积超额收益	20
图 35: 日本的过渡期显示劳动力重估下消费和通胀一起增长	20
图 36: 日本主要耐用消费品的家庭普及过程	21
图 37: 中国城镇居民家庭耐用品拥有数量	21
图 38: 中国农村居民家庭耐用品拥有数量	22
图 39: 中国可支配收入和消费占 GDP 比重	22
图 40: 中国制造业工资实际增长 (剔除通胀因素)	23

图 41: 中国居民工资总额占 GDP 比重	23
图 42: 日本消费支出结构变化.....	23
图 43: 日本高速增长末期及过渡期物价大幅上涨.....	24
图 44: 日本消费实际增长在收入重估下增长最快（剔除通胀因素）.....	24
图 45: 外生性通胀之后，传统行业盈利高点已过.....	25
图 46: 72~73 年间日元兑美元汇率大幅贬值.....	25
图 47: 日本家庭收入和企业利润的同比变化.....	26
图 48: 日本家庭储蓄率.....	27
图 49: 日本住房自有率.....	27
图 50: 日本地价与住宅消费增长.....	27
图 51: 日本地价与居民可支配收入增长.....	28
图 52: 国内商品房价格与居民储蓄增长.....	28
图 53: 长期以来个人住房贷款增长过快.....	29
图 54: 个人消费贷款中住房贷款占比过高.....	29
图 55: 地产开发投资与消费增长.....	29
图 56: 商品房销售与消费增长.....	29
图 57: 中国老年人口增长趋势.....	29
图 58: 中国最低工资调整.....	29
图 59: 日本农产品与食品价格变化.....	30
图 60: 日本食品子行业相比食品行业的增长.....	30
图 61: 中国农产品价格与 CPI 食品项同比变化.....	31
表 1: 钱纳里标准增长模式阶段特征.....	6
表 2: 60 年代日本税收条例.....	11
表 3: 农村劳动力需求预测.....	15
表 4: 农村劳动力年龄分布结构.....	15
表 5: 农村剩余可转移劳动力测算.....	15

重估的拐点：中国进入转型过渡期

从工业化起飞来看，我们非常类似于高速增长末期的日本。无论是从增长的动力，还是产业结构的变化，都是非常接近的。而在高增长之后，日本在 70~74 年经历了转型过渡期：新的主导产业尚未崛起，而旧有产业还存在增长空间。这种过渡一方面有赖于宽松货币政策对民间投资的刺激和误导，另一方面，则是依靠政府扩大支出带来的需求。而日本的转型，是彻底的增长动力的转换，也是产业结构的升级，表现为向消费主导转化和第三产业的崛起。

日本的转型成功，除了与前面的因素相关，更重要的，在于由上述因素所带来的要素重估路径差异。战后西方世界重建，使得劳动力供给无法满足经济增长的需求，因此企业不得不承担较高的工资支出，日本在那时同样面临类似的问题。对于发展中国家，这是个典型的刘易斯拐点，他意味着即使起飞是以重工业为主导，城市化和第三产业发展带来的就业扩大依然会导致劳动力重估。在进入过渡期后，日本第三产业的就业人数已占 45%，第二产业占 35%，城市化率按照广义口径¹已达到 70%，这一点是我们不可比的，城市化和第三产业的落后决定了我们劳动力重估的滞后。

那么，在国内产业结构调整 and 拐点机制启动下，劳动力重估是当前的趋势。这种重估首先是低收入群体的重估，他必将改变消费的结构。虽然同样面临劳动力成本上升压力，但是收入差距的缩小必将使得一般消费品需求依然存在较大的增长空间，而高端消费品如汽车和住房等，在需求被中高收入消费群体透支后，其后续增长存在诸多不确定性，这一点意味着，国内劳动力重估的滞后以及房价透支的提前，决定了短期内不可能直接进入高收入与高消费社会，而是在收入长期增长中出现消费的逐渐扩散。

经济增长、产业结构与要素分配

工业化起飞的中日路径比较

经济增长首先是投入要素以创造产出的问题，其次才是在要素间分配产出的问题。日本的增长模式，表现为由工业化及城市化来连接供给和需求，依靠高投资和重工业来适应技术革命，最后向第三产业（高新技术产业和服务业）转型。这是战后西方世界普遍遵循的规律，因为传统工业化的路径都是“轻纺工业—重化工业—第三产业”。

根据钱纳里理论，大多数发达国家的产业变迁表现为第一产业向第二、三产业的渐进式演化，但是在发展中国家经济结构转换过程中，工业就业的增长远远低于农业就业的减少，因此，他认为发展中国家劳动力转移主要发生在农业和服务业之间，这种区别于发达国家的模式就是增长的后发优势，日本和中国都遵循这种跳跃式发展道路。

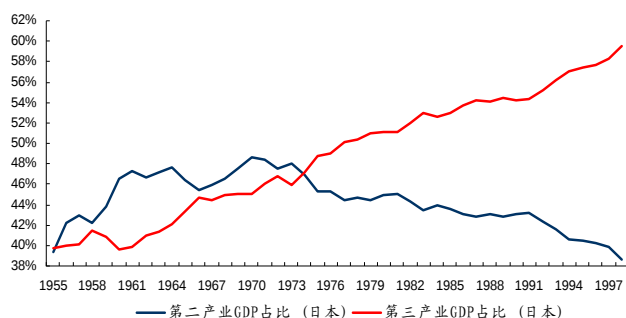
¹ 城市化的广义口径包括建制镇，本文城市化定义全部为广义。

表 1: 钱纳里标准增长模式阶段特征

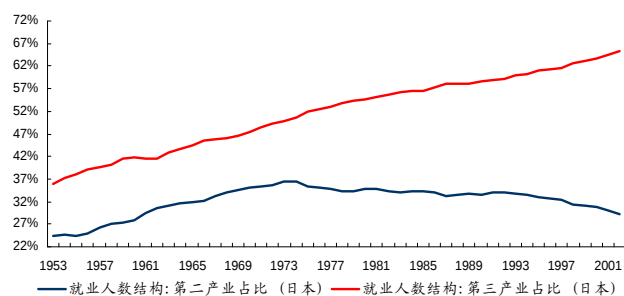
阶 段		特 征
传统社会阶段		农业为主，绝大部分人口从事农业，没有或极少现代化工业，生产力水平很低，基础设施落后，社会发展水平低。
工业社会阶段	初期	产业结构从落后农业为主的传统结构逐步向现代工业为主的工业化结构转变，工业以食品、烟草、采掘、建材等初级产品生产为主；开始走上工业化道路，人民生活水平逐步提高，市场逐步扩大，投资环境改善；劳动密集型产业为主，劳动力廉价。
	中期	制造业内部由轻工业的迅速增长转向重型工业的迅速增长，非农业劳动力开始占主体，第三产业开始迅速发展；大部分产业是资金密集型，城市化水平迅速提高，市场稳步扩张，投资领域扩大，支柱产业—重化工业，先导产业—机械电子，服务产业—轻工、耐用消费品、第三产业。
	后期	第一、二产业协调高水平发展，第三产业持续高速发展，第三产业是区域经济增长主导力量；新兴服务业如金融、信息、广告、公用事业、咨询业发展最快。
后工业化社会阶段		制造业内部由资金密集型主导转向技术密集型主导，生活方式现代化，高档耐用消费品普及；技术密集型产业迅速发展；技术密集型产业包括高档消费品、新技术设备、新能源、新材料、生物工程、航天技术。
现代化社会阶段		智能密集型和知识密集型产业从服务业中分离，并占主导地位；消费多样化个性化。

资料来源：长江证券研究部

日本的跳跃体现在两点：首先，起飞伊始就存在系统的重工业体系，并且依靠高投资强化这种优势；其次，第三产业追随主导产业在起飞阶段快速崛起，无论是产值还是就业都有大幅增长。在下图中，日本在起飞过程中吸纳就业最多的就是第三产业，而经历了在 70~74 过渡期之后，由于第三产业产值超越第二产业，第二产业就业比重开始下滑，日本顺利实现了产业结构的衔接，之后的经济基本遵循钱纳里的理论，进入工业化和城市化后期。

图 1: 日本二、三产业占 GDP 比重


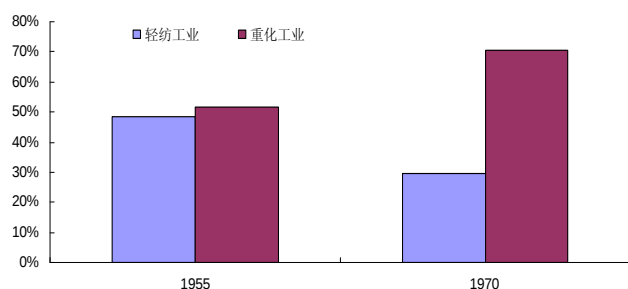
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 2: 日本二、三产业就业比重


资料来源：CEIC，长江证券研究部

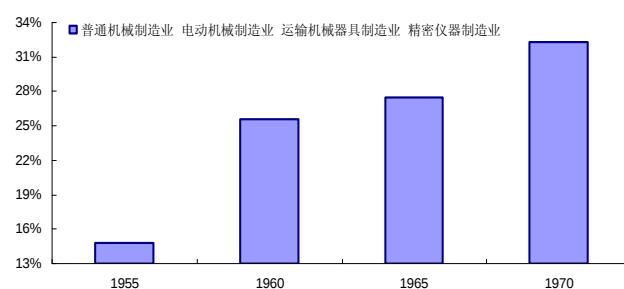
从日本经验来看，起飞的特征就是钱纳里所描述的工业化中期景象：制造业内部转向重型工业的迅速增长，非农劳动力开始占主体，第三产业开始迅速发展，大部分产业是资金密集型，城市化水平迅速提高，支柱产业是重化工业，先导产业是机械电子，服务产业为轻工、耐用消费品及第三产业。而过渡期的意义，就是实现产业结构的升级和增长动力的交接，日本当年是典型的从投资主导转向消费主导。

图 3：日本高速增长时代轻工业向重工业转变



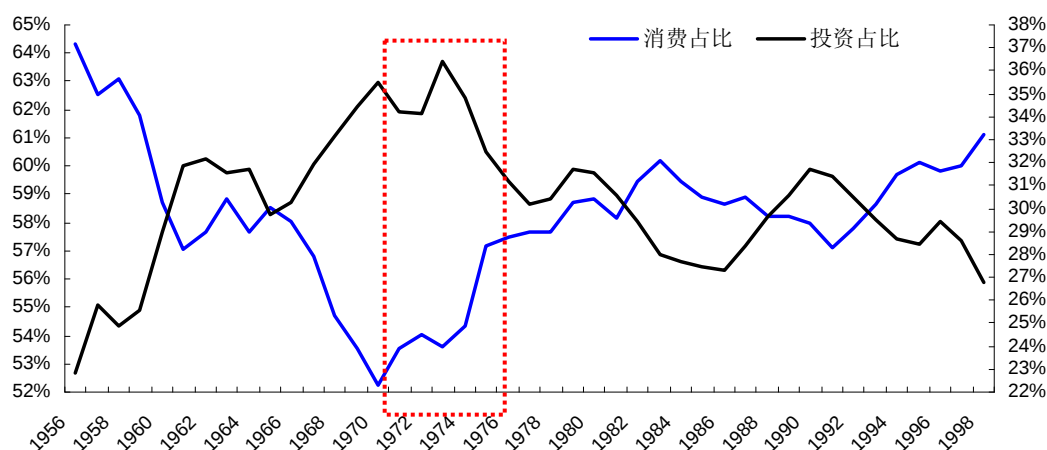
资料来源：长江证券研究部

图 4：日本机械制造为起飞的先导产业



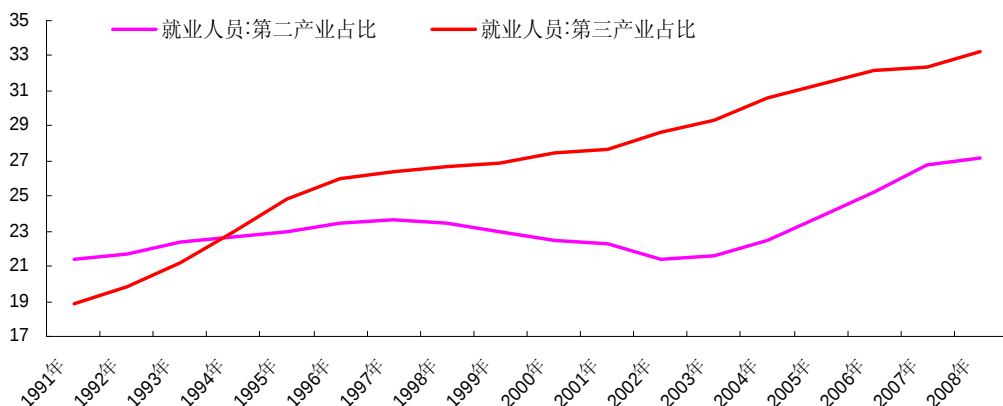
资料来源：长江证券研究部

图 5：日本过渡期后增长动力由投资转向消费



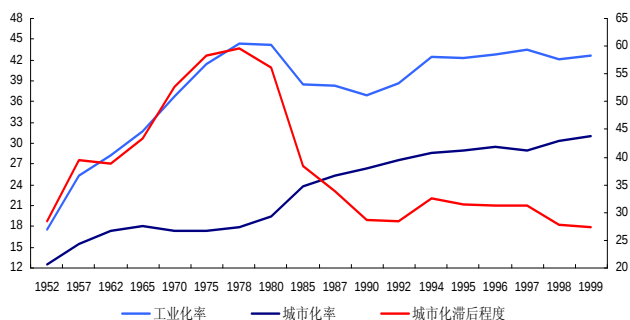
资料来源：CEIC，长江证券研究部

改革开放之后，我们同样存在类似于日本的跳跃。首先从就业结构来看。1978年启动的家庭联产承包责任制改革，使得大量剩余劳动力从农村中解放出来；自80年代开始，农业劳动力超常规向非农产业转移，基本向第二产业转移（主要是乡镇企业）。从数据来看，1980~1989年间农村劳动力增量的三大产业就业分布为，第一产业45.1%、第二产业27.8%、第三产业27%，而从下图来看，91年以后第三产业成为吸纳农村剩余劳动力的主要渠道。

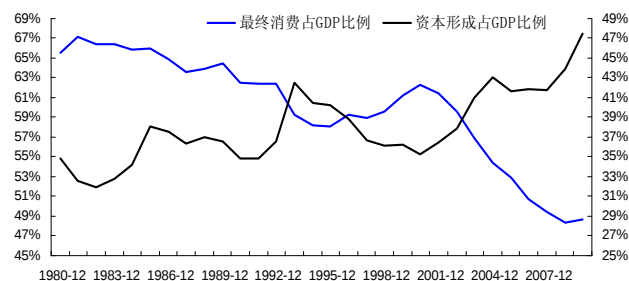
图 6：中国二、三产业就业比重


资料来源：长江证券研究部

但是 90 年代并非中国工业化的起飞阶段，他顶多是准备阶段，我们认为有三点因素：第一，由于体制束缚下城市化推进比较滞后，从下图来看，90 年代中国的城市化率不足 30%，尚未达到城市化加速的起点；第二，城市化的缓慢导致那一阶段服务业发展相对滞后于制造业，而根据钱纳里的研究，服务业相对制造业的就业弹性系数不仅大于 1，而且呈连续递增的发展趋势；第三，90 年代的增长动力是消费主导而非投资。

图 7：1952~1999 年中国城市化滞后工业化情况


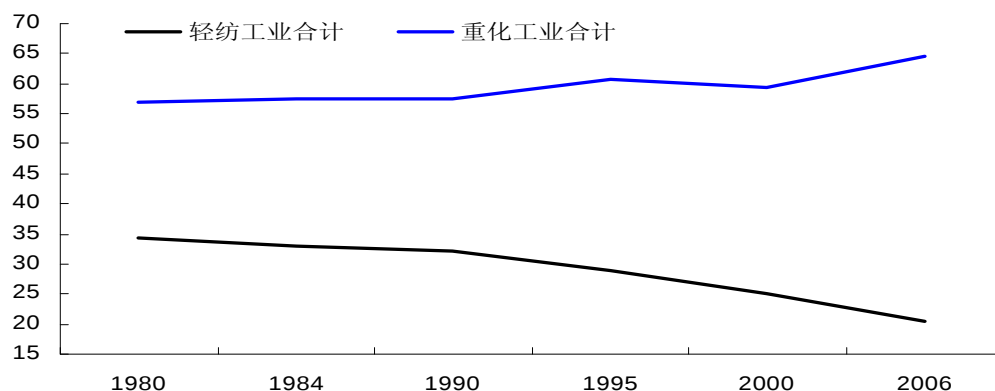
资料来源：长江证券研究部

图 8：中国经济增长动力


资料来源：长江证券研究部

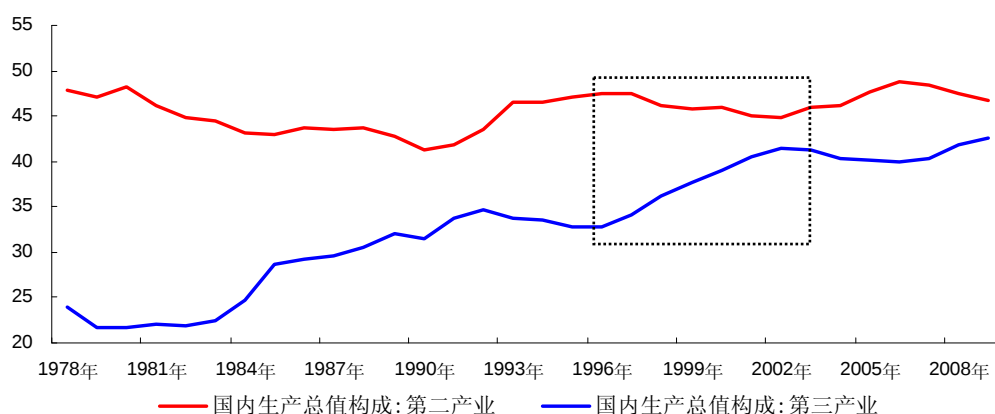
实际上，中国的起飞开始自 98 年亚洲金融危机之后。除了投资的快速上升之外，从下图中的产业结构来看，首先，重化工业在 2000 年后开始起飞；其次，虽然重化工业再次成为主导产业部门，但是第三产业则紧紧追随工业与城市化快速发展，其产值在 GDP 的比重长期上升。这意味着，在未来几年内，第三产业产值比重超越第二产业是必然的趋势，这也证明了我们正处于和日本当年相似的转型过渡期。

图 9: 中国重工业与轻工业占全部工业比重



资料来源: 长江证券研究部

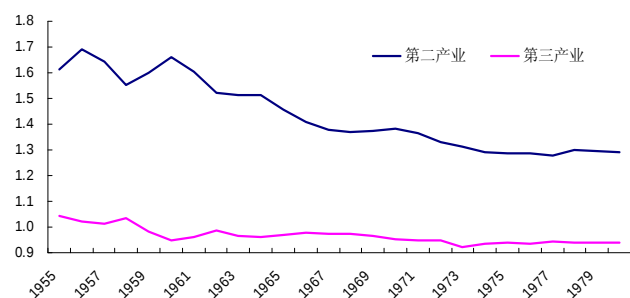
图 10: 中国二、三产业占 GDP 比重



资料来源: 长江证券研究部

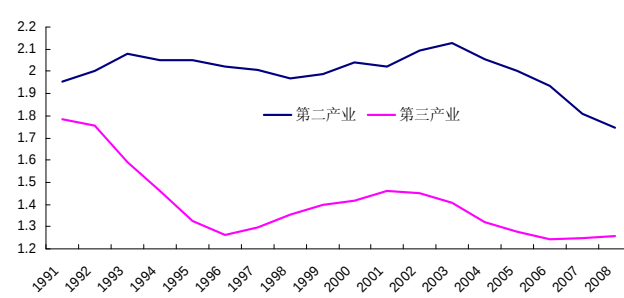
在下图中, 我们通过设定产值就业比来衡量中日产业优化上的差异, 指标越大说明其吸纳就业越不充分。很显然, 中国的吸纳就业无法与日本高速增长时代相比, 尤其是第三产业, 日本在 60~80 年代第三产业产值比重与就业比重之比长期低于 1, 说明服务业存在完全就业现象, 而我们则出现产值扩大并不能完全吸收剩余劳动力的现象。

图 11: 日本二、三产业产值就业比



资料来源: 长江证券研究部

图 12: 中国二、三产业产值就业比



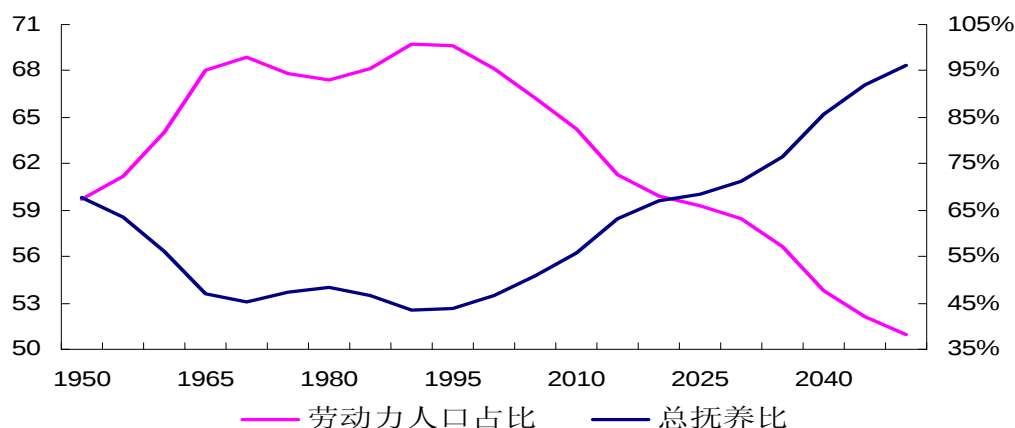
资料来源: 长江证券研究部

我们认为，由于国内庞大的农业人口，体制和观念的束缚，以及高速增长目标等等，都导致政策过度关注重型工业化，而削弱了对其他产业的增长空间，又进一步导致城市化的不足。日本模式是依靠制造业与服务业协同发展，在进入过渡期时，日本第三产业的就业人数已占 45%，第二产业占 35%，城市化率按照广义口径已达到 70%，而中国的起飞成果显然远远落后日本。我们也可以这么理解，第三产业和城市化落后决定了我们就业—收入结构的失衡，也因此决定了我们的收入分配出现先资本后劳动力的相反路径。

产出分配：资本与劳动的博弈

从政治经济学来看，产出分配的波动，可以理解为工业化中期资本与劳动的长期博弈特征，这也是增长本身所必然要解决的难题。日本当年的博弈，在于尚未完全脱离劳动力依赖的工业体系和城市化带来的服务业大发展对劳动力的需求超过了农村可转移的剩余劳动力，也就是所谓的刘易斯拐点机制，这虽然只是个理论上的推导，但也体现出对快速成长的工业化成果的一种再分配。

图 13：日本刘易斯拐点在 1965 年区域



资料来源：长江证券研究部

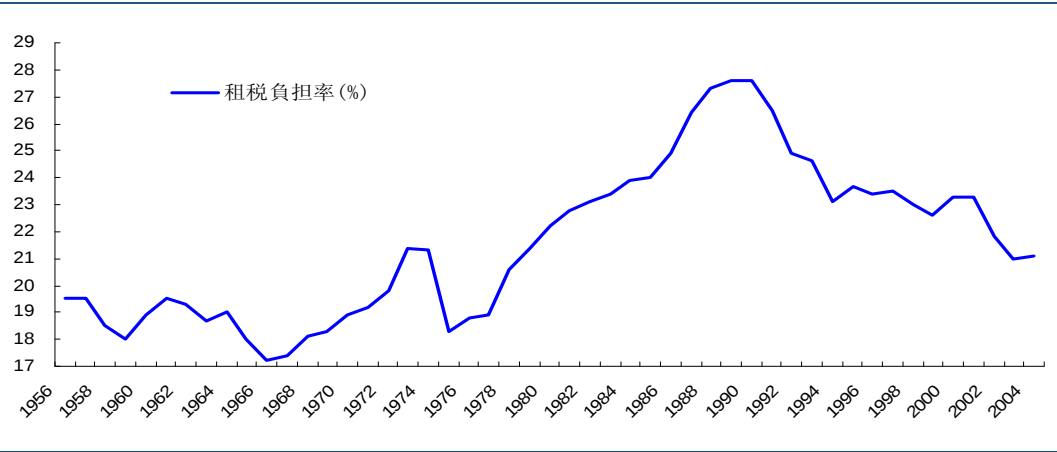
因此，日本在 60 年代被迫进入先劳动力后资本的路径。这是战后西方世界普遍面临的问题，在劳动力供求失衡之外，政策推动的收入分配也起到了关键作用，比如，1961 年 1 月的肯尼迪宣言，将依靠经济增长来实现收入分配和消灭贫困提升为主流经济学，同年日本国民收入倍增计划出台。一方面，那时工会力量在崛起，工人需要提高最低工资和增加福利保障；另一方面政府的执政理念在转变，50 年代的自由放任主义遭遇凯恩斯主义的挑战，扩大支出与削减税收政策成为主流意识形态。下表显示了日本政府在 60 年代的减税措施，那时的国民税负是历史最低水平，而在进入过渡期后，日本政府加速向赤字财政转型。

表 2：60 年代日本税收条例

1961年 度	对用于支付分红的收入减税	特殊法人税率下调为20%，其他法人的分红收入200万元以下部分征税24%；200万元以上部分征税28%
	对折旧制度的安排变更	废除原有的特别折旧制度和增额折旧制度，新设按买入价额1/3的特别折旧制度。且该制度适用对象范围扩大到中小企业用机械。
	收编价格盘点准备金制度	对于试验研究用机械的折旧，废除原3年等价折旧，改为第一年1/3特别折旧。对于不适用于该制度的其他试验机械，第一年度按1/10特别折旧。
	煤气事业折旧资产的固定资产税减税	有关盘点资产的转入限额下调约25%
	电和煤气税设立免税点	设备购入5年内减为1/3，5-10年减为2/3
1962年 度	分红扣除比例下调	免税点设为月额300日元
	物品税法全面修改	由20%下调为15%（课税收入超过1000万日元则为7.5%）
1963年 度	减轻对同族会社留成的征税	把原有按一定比例征税改为申报纳税，普遍下调税率（原则上下调20%）减少征税品种
	中小企业机械折旧计算方法	基准从收入的10%提高到15%，定额基准从50万日元改为100万日元
1964年 度	减轻对同族会社留成的征税	改为5年内按1/3增额折旧
	支付分红税率下调	基准从收入的15%提高到20%
	重要产业合理化机械特别折旧制度缩小	1964年4月1日之后的事业年度部分，特殊法人税率19%，其他法人300万日元以下部分22%，以上部分26%
1965年 度	法人税率下调	折旧比例由1/3下调为1/4
		年度收入税率下调：公益法人和协同组合等下调为26%，其他法人年收入300万日元以下的为31%，以上则为37%
	勘探准备金和新矿床开采费特别扣除制度建立	提高同族会社留成的征税收入基准：20%上调至25%
	零售商业共用店铺第一年度折旧按1/3特别折旧制度进行	允许将矿石销售额的15%和采掘部门收入额的50%两者之中较少的一个作为预备金限额，如果3年内该预备金陆续用于支付新矿床的勘探，则可以将支出额作为亏损额计算。
1966年 度	法人税率下调	年度收入税率下调：
		1.公益法人和协同组合等26%、23%
		2.期末本金1亿日元以下的普通法人：年收入300万日元以下31%、28%，以上37%、35%
		3.期末本金1亿日元以上的普通法人：统一调整为35%
	物品税全部下调	同族会社留成征税的收入基准上调为30%，定额基准上调为年收入150万日元
1967年 度	试验研究费增额时法人税特别扣除制度	减税总额347亿日元（通常年度）
	加强税制调整景气功能	研究费超过基本年度数额时，将增额的25%在不超过法人税额10%的限度内从法人税额中扣除
		滞缴利息特例：合理化机械等特别折旧停止
1968年	试验研究费增额时法人税特别扣除制度的扩充	开发研究用机械的特别折旧制度废除
1969年	中小企业结构改造计划商工组合成员机械增额折旧制度	研究费每年增加12%以上时，超额部分的50%可以从法人税额中扣除
1970年	同族会社留成征税的放宽	允许5年内5成增额折旧
	企业特定合并增额折旧制度的设立	提高收入基准（30%、35%），定额基准由每年150万日元上调为200万
		合并后3年内以3成限，允许其按“合并资本增加比例”60%的增额率进行增额折旧

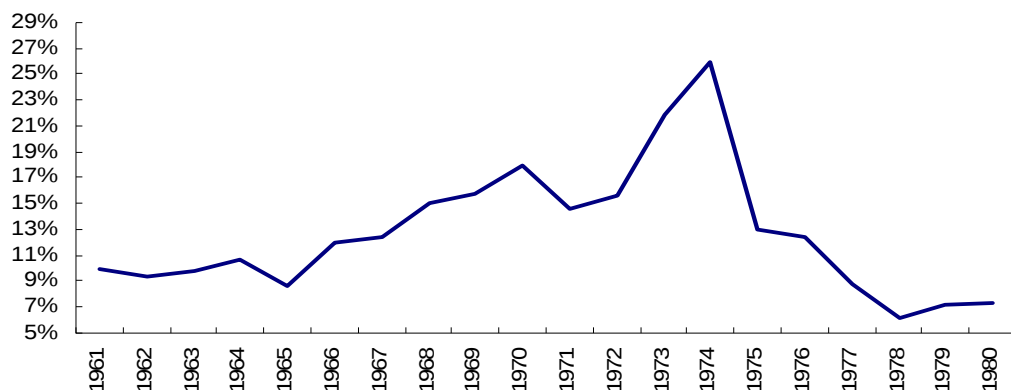
资料来源：长江证券研究部

图 14：日本税收负担率

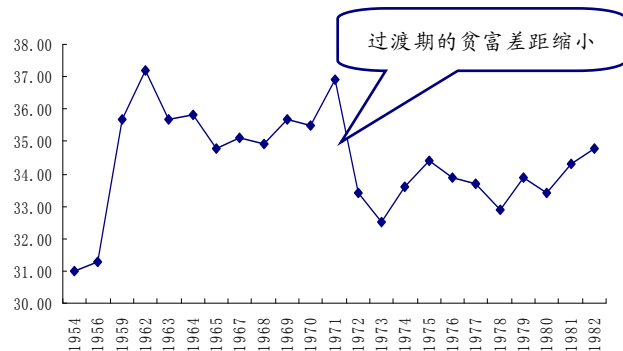


资料来源：长江证券研究部

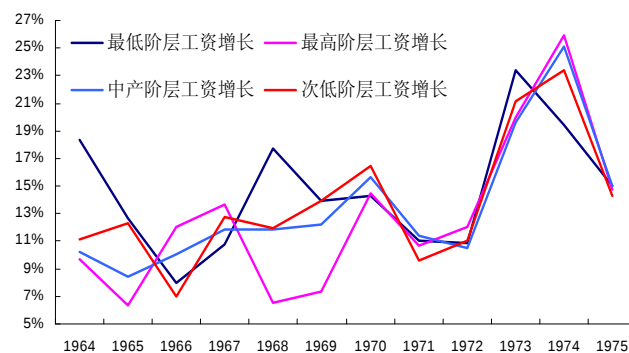
在下图中，我们观察到 65-73 年间日本制造业工资的快速增长，如前所诉，他源自劳动力的重估和收入的再分配，而这种再分配之所以能出现，既是经济高速增长的必然结果，也是政策转变下剩余价值从资本向劳动力的转移。与此同时，我们还观察到，在实现收入分配向居民部门倾斜后，日本社会的收入差距大大缩小，直接表现为基尼系数的降低，以及低端劳动力收入的增长。

图 15：日本制造业工资于 65~73 年间高速增长


资料来源：长江证券研究部

图 16：日本工业化期间的基尼系数


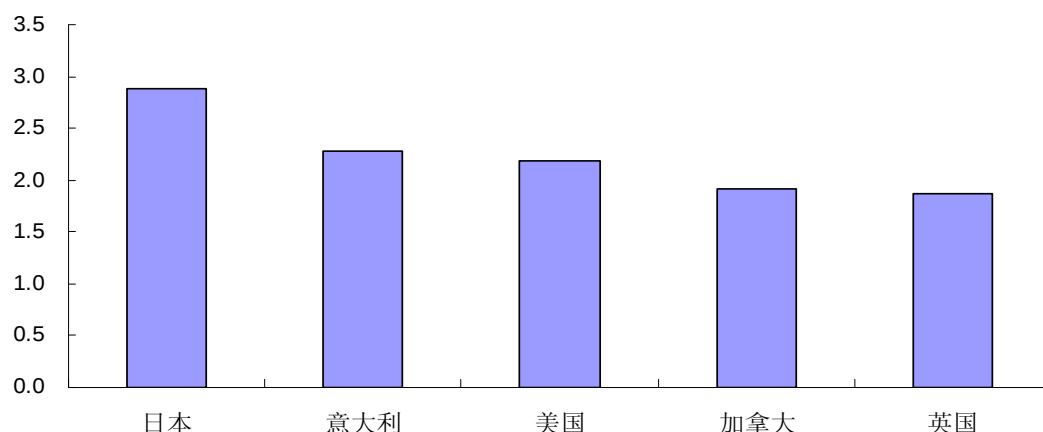
资料来源：日本学者 Mizoguchi 估算

图 17：日本各阶层工资增长


资料来源：日本统计局，长江证券研究部

而这些，我们相信在国内未来几年的收入分配政策上会有所体现。理论上，在劳动力生产率不变时，劳动分配提升必然对应着资本收益的削弱，表现为制造业利润率的下滑。日本当年是依靠大规模设备投资以迅速推广引进的技术，通过规模经济来大幅提高劳动生产率，从而抵消了工资上涨压力，保持了日本产品在国际市场上的低成本优势。对于目前的中国，我们也同样观察到了传统产业利润的瓶颈，而在短期内，无论是引进技术还是调整结构，我们相信都难以改变这个经济增长中枢下移的大趋势。

图 18: 主要资本主义国家生产率比较优势 (1971 年)



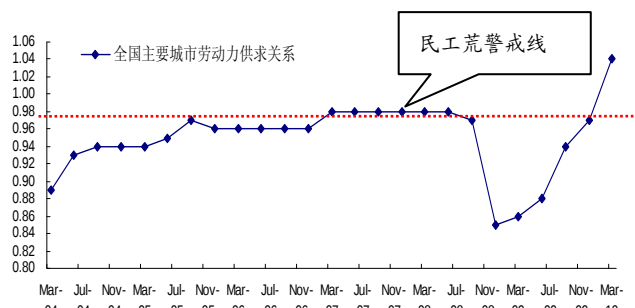
资料来源: 长江证券研究部

三大因素决定国内拐点机制的启动

因素一: 就业难与民工荒的矛盾

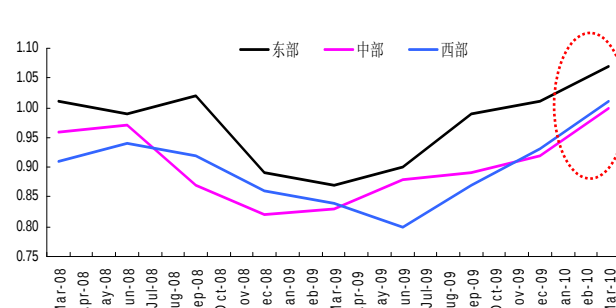
前面提到的第三产业吸纳就业不足, 他与 04 年以来持续出现的民工荒一起, 形成自相矛盾的局面, 而之所以会产生这种现象, 我们认为还是因为产业结构的失衡。入世之后, 世界工厂的分工定位使得我们对于重工业体系过分依赖, 而基建与地产作为城市化的先导产业, 可以起到连接重工业与轻工业的作用, 因此政策忽视了对劳动力密集型产业和第三产业的扶持, 而这两者是最能吸收农村剩余劳动力和大学生就业的。与此同时, 重型工业的资本和技术垄断性, 给予中小企业进入壁垒, 迫使其在产能过剩压力下转向低价出口, 由于出口企业利润率被长期压低, 因此一旦外部需求发生冲击, 则必然导致大规模破产和失业现象。

图 19: 04 年以来民工荒持续出现

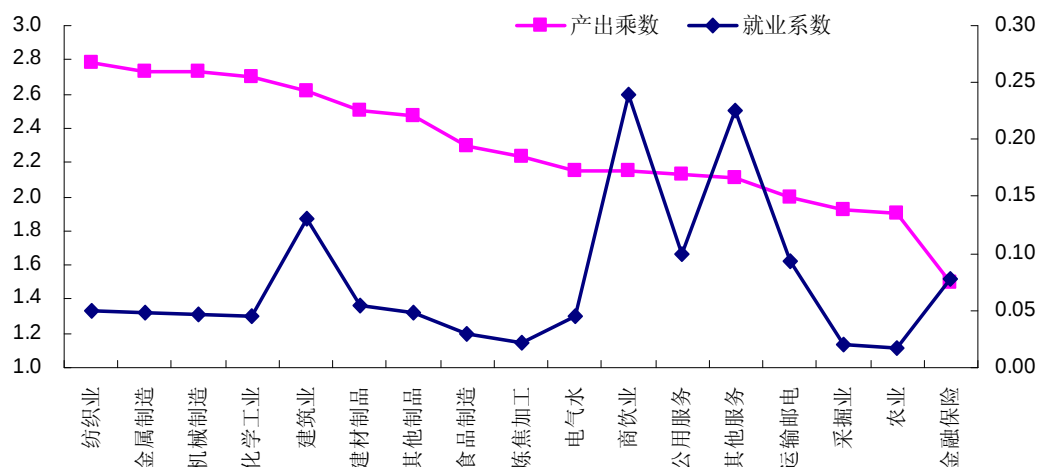


资料来源: 中国劳动力市场, 长江证券研究部

图 20: 用工荒从东部向中西部蔓延

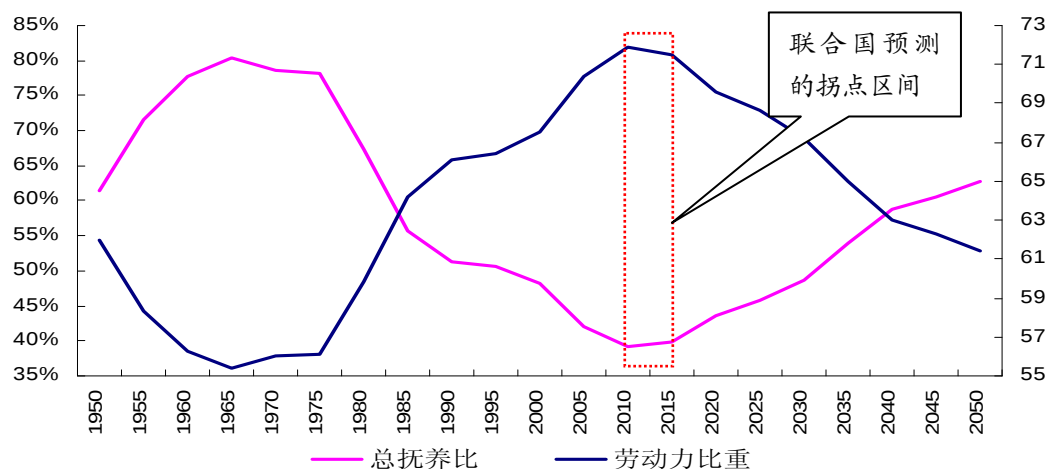


资料来源: 中国劳动力市场, 长江证券研究部

图 21：主要行业的产出乘数与就业系数


资料来源：长江证券研究部

这种就业难与民工荒同时存在的现象，其实预示着中国的要素重估路径已到了最后一环。就总抚养比和劳动力占比指标来看，我们发现，中国的拐点机制事实上在目前已经出现了。根据联合国的五年数据，总抚养比将在 2010~2015 年间出现转折，这是市场普遍认可 2015 年红利终结的依据。

图 22：联合国预测数据显示 2015 年中国人口红利终结


资料来源：联合国，长江证券研究部

因素二：剩余劳动力不足与城市化瓶颈

目前国内农村人口为 7.13 亿，农村就业人数为 4.7 亿，已经转移的农民工为 2.3 亿。为了测算剩余劳动力，我们设定两个极端前提：第一，假定第一产业从业人数在从 09 年的 2.97 亿大幅缩减至 2.3，这种情形预示着农业生产率必须大幅提高。

表 3: 农村劳动力需求预测

劳动日假设	种植业劳动力需求量	饲养业劳动力需求量	农业劳动力需求量
	亿人	亿人	亿人
250 日 / 年	1.48	0.8	2.28
300 日 / 年	1.23	0.67	1.9
320 日 / 年	1.15	0.63	1.78

资料来源:《刘易斯转折点——中国经济发展新阶段》,长江证券研究部

从劳动年龄分布来看,如果以 15~64 岁为劳动年龄,可计算出农村劳动力供给为 5.08 亿,比就业人数多出 3800 万的人口红利。据观察,无论是跨地区流动还是就地向非农产业转移,劳动力年龄都比较年轻,60%以上低于 30 岁,而剩余劳动力年龄在 30 岁以上的占 80%,40 岁以上占到 50%,基本上尚未转移的劳动力都是在转移中遇到就业困难的群体。

表 4: 农村劳动力年龄分布结构

年龄组	转移劳动力		农业劳动力		剩余劳动力	
	万人	%	万人	%	万人	%
16-20	3660	18.3	1691	9.5	1017	9.5
21-25	5420	27.1	89	0.5	54	0.5
26-30	3180	15.9	1566	8.8	942	8.8
31-40	4640	23.2	5500	30.9	3306	30.9
40 以上	3100	15.5	8953	50.3	5382	50.3
全部	20000	100	17800	100	10700	100

资料来源:《刘易斯转折点——中国经济发展新阶段》,长江证券研究部

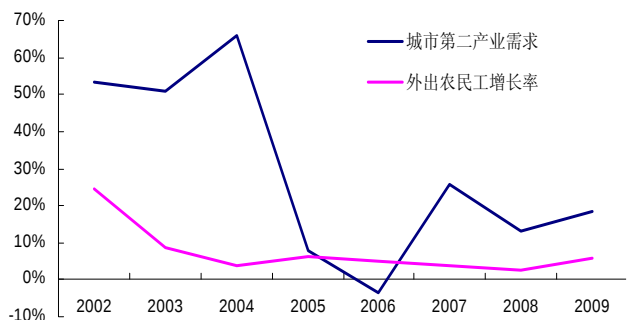
那么,第二个前提在于,农村留守从事农业的主要都是 5 岁以上的小孩和 65 岁以上的老人,基本都是非劳动力。在这种情形下,如果以 09 年的农村人口数据为假设,则可估算出剩余劳动力只有 970 万,如果存在生产率大幅提升,则可再从农业劳动力中多转移出 6700 万人,具体参见下表。

表 5: 农村剩余可转移劳动力测算

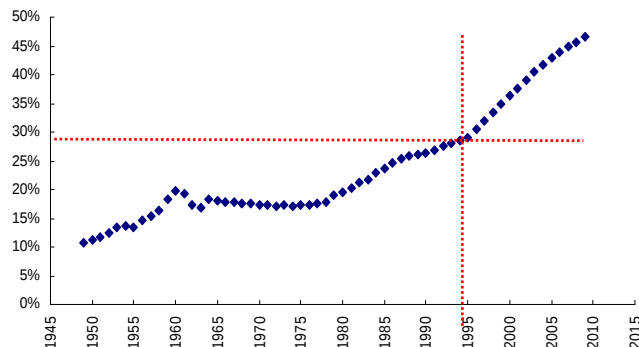
	07 和 09 假设	10 年假设
40 岁以内剩余劳动力	13611.505	
农村小孩	10208.442	
农村老人	6857.9056	
农村非劳动力	17066.347	
09 年第一产业从业人数	29708	23000
农村还需劳动力	12641.653	5933.6528
农村可转移劳动力	969.852	7677.852

资料来源:长江证券研究部

上述预测意味着,目前的农村剩余劳动力已经与城市化进程不再匹配。一方面,未来几年城市第二产业劳动力需求还是较高的(参见图 44)。按照 S 曲线理论,城市化率在 30%~70% 之间是加速进程,从世界历史来看,城市化放缓最快也在 60%以后。那么,就下图来看,目前我们城镇化率只有不到 47%,伴随户籍改革和中小城镇建设,未来还将加速。我们测算了一下,到达 50%还需要再转移 4500 万的农村人口,短期内劳动力是比较紧张的。

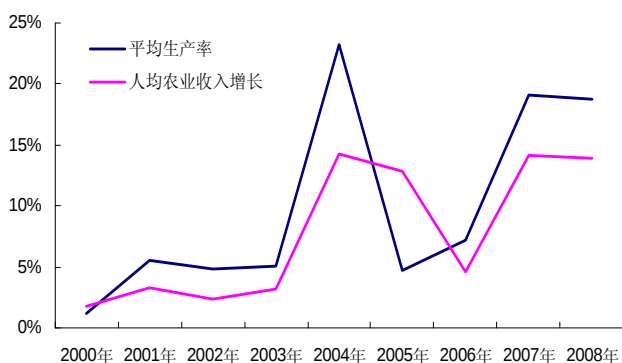
图 23: 劳动力供给跟不上需求的增长


资料来源: 长江证券研究部

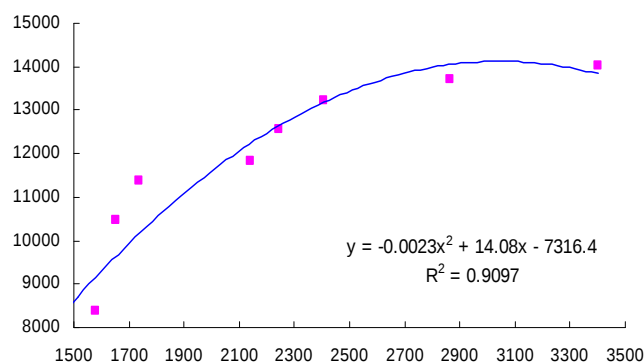
图 24: 90 年代末中国城镇化在 30% 以上开始加速


资料来源: 长江证券研究部

其次, 从数据观察来看, 伴随农业平均生产力的提升, 农业收入对城市工资的替代效应在削弱剩余劳动力的转移数量。理论上, 依靠劳动力无限供给来弥补资本边际报酬递减规律的追赶型国家, 都必然遭遇农业收入增长与生产率的一致化, 进而提升低端劳动力的成本, 导致劳动力优势的丧失, 日本当年是如此, 中国也不能例外。那么, 毫无疑问, 在未来两年, 持续扩张的城市劳务需求仍将是拉动农村剩余劳动力转移的动力。但是, 其代价必然是类似于日韩当年的情形, 即支付更多的工资。

图 25: 农业收入伴随生产率一起增长


资料来源: 长江证券研究部

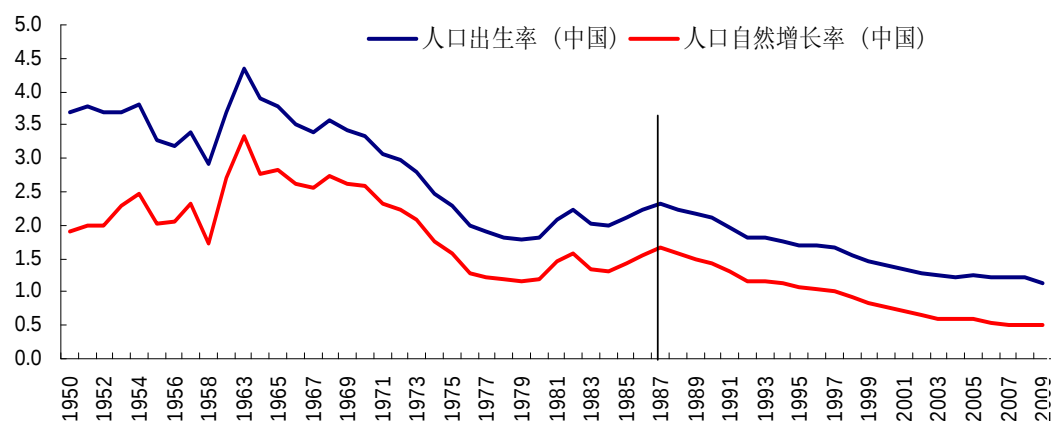
图 26: 农业人均 GDP 增长与外出劳动力拟合


资料来源: 长江证券研究部

因素三: 人口增长的回落减少劳动力供给

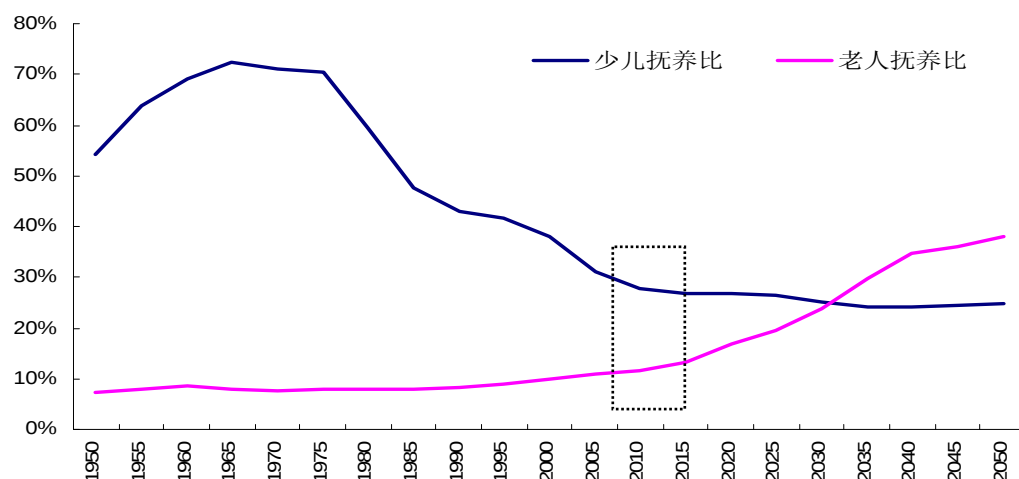
最后一点, 基于对人口出生率的考察, 我们发现 50~60 年代是第一次人口高峰期, 因此出生率处于历史最高位, 那一代人可以认为是中国的婴儿潮一代; 70 年代出生率出现回落, 伴随婴儿潮一代集中在 80 年代结婚生育, 第二次人口高峰出现; 在 1988 年之后由于计划生育政策的全面贯彻, 人口进入长期低增长区域。按照现行体制, 50 年代开始的婴儿潮一代人将陆续在 2010 年后退休, 而这一时期也恰是 80 年代第二次人口高峰下的一代人进入婚育阶段的年龄, 因此老龄化和出生率的一并提升都将导致人口红利在 2011 年开始结束。

图 27: 中国的人口出生率和自然增长率



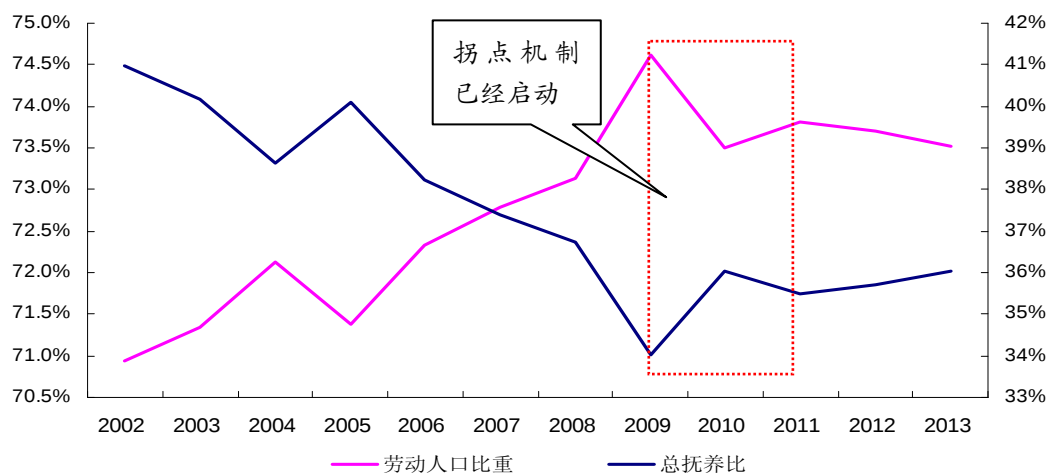
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 28: 中国的人口出生率和自然增长率



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

综合上述三大因素, 通过计算人口数据, 可以看到 09 年已经出现劳动力占比的顶部, 这一点与社科院的预测比较吻合 (他们认为 2009 年我国的劳动年龄人口比例达到 72.35% 的峰值, 而后总量开始下降)。这意味着, 我们的拐点机制很可能已经启动了, 即使未来几年人口红利依然存在, 他也将是边际效益递减的, 因为单纯从数据来看, 我们与日本的差异, 在于后发优势过度浓缩了增长阶段, 我们可能提前面临老龄化和未富先老难题。

图 29：中国劳动力比重在 2009 年见顶，抚养比也开始上升


资料来源：长江证券研究部

日本过渡期的两点启示

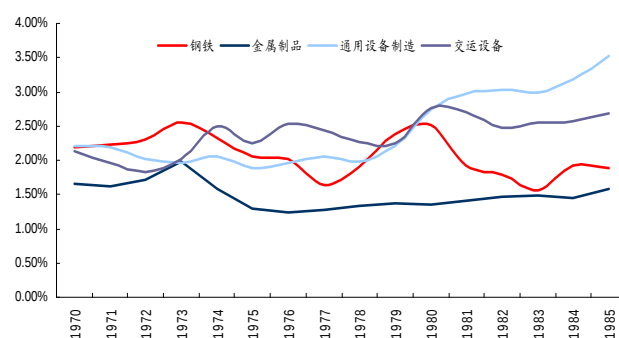
日本过渡期的产业结构变化

日本在过渡期中，传统产业仍然起到了支撑的作用。在石油危机之前，基本还是由制造业带动经济的增长，表现为制造业所占的比重呈现上升的态势。我们认为，这与那时的发展阶段密切相关，汽车是 70 年代全球经济的增长点；70 年代后期，通用设备的崛起则引领了 80 年代的增长，而电机由小到大的增长则为 80 年代和 90 年代的增长打下了基础。

图 30：石油危机前日本行业产值占比

行业	1970	1971	1972	1973
制造业	25.94%	26.04%	26.19%	27.31%
钢铁	2.20%	2.22%	2.30%	2.55%
金属制品	1.65%	1.62%	1.71%	1.97%
有色金属	0.51%	0.51%	0.61%	0.66%
非金属矿物制品	1.49%	1.51%	1.56%	1.65%
建筑业	12.39%	12.63%	12.59%	12.40%
房地产	9.22%	9.58%	9.53%	9.92%
金融保险	2.35%	2.82%	3.62%	3.39%

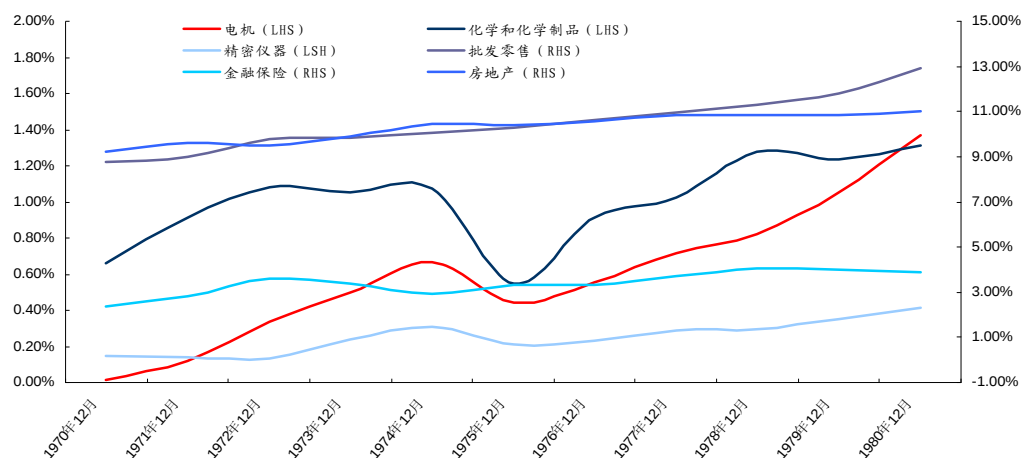
资料来源：长江证券研究部

图 31：日本主要传统制造业 GDP 占比变化


资料来源：长江证券研究部

过渡期对于日本产业而言，是一个完美的转型过程：传统制造业所占比重逐步下滑，而新兴制造业和第三产业占比不断上升，可以这么认为，过渡期的意义就是为新兴产业以及第三产业的崛起积蓄势力。在转型之后的 1975~1980 年间，发展最迅速的是电机、化学和化学制品、精密仪器等；第三产业发展最为迅速的是批发零售、房地产、金融保险。这种转型不仅符合短期增长动力的需求，也符合长期消费转向的需求。

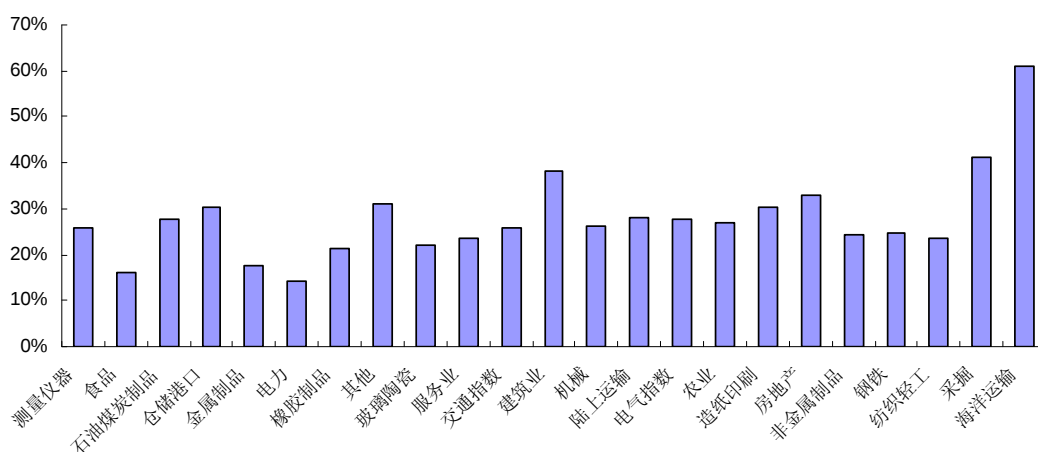
图 32：增长迅速的行业占比变化



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

但是我们也注意到，虽然新兴产业在整个 70 年底都保持了较快的增长，并没有跟随传统行业的增长波动而波动，但是其在整体经济中的规模并不大，如电机行业在 70 年代最高占比也仅是 1980 年的 1.37%，精密仪器最高占比则为 0.39%，他们对整体经济的关联度和影响力都比较小。从下图来看，过渡期内传统产业依然表现最好，如海洋运输，采掘，地产建筑，仓储港口等都获取了很好的收益。

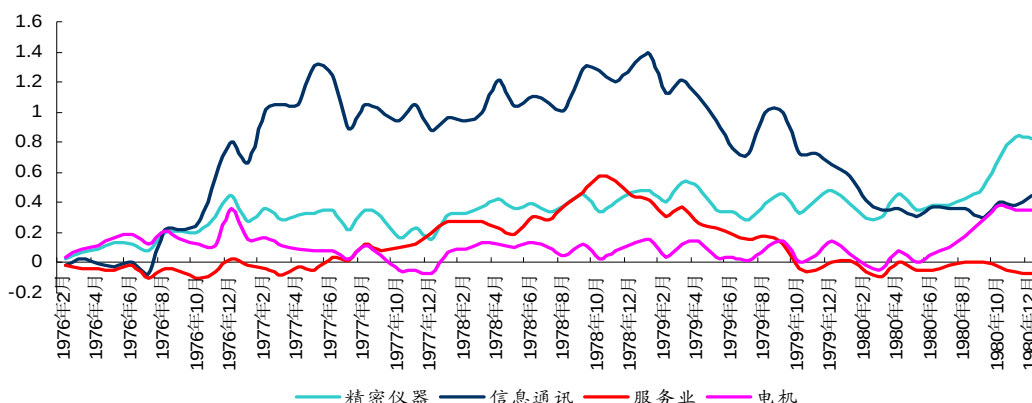
图 33：日本 68~72 年分行业指数表现



资料来源：长江证券研究部

而在过渡期之后，在整个 1976 年，新兴行业如电机、精密仪器和信息通讯都获得了极高的超额收益；服务业作为产值比重较大的增长性行业，从 1976 年开始直到 1978 年都获得了较高的超额收益。我们认为，在经济已经复苏但缺乏新增动力的情况下，经济增长开始显现疲态，而这个时候，新兴产业承载起经济增长的寄托，而能够触发这种转型与升级的，只有石油危机才具备相当的冲击力度。

图 34：四大成长行业相对日经 225 累积超额收益

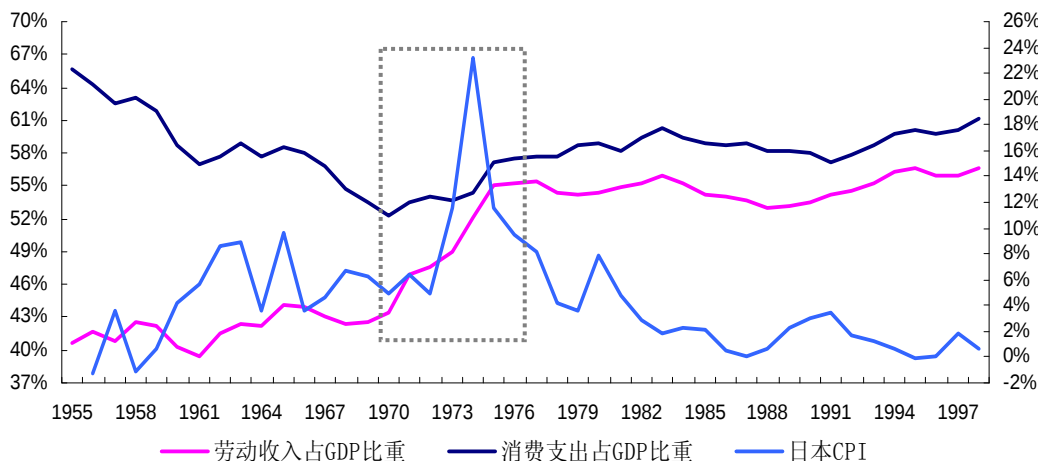


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

劳动力重估时代的消费与通胀

在石油危机之后，实现产业升级与劳动力重估后，日本开始向大众消费社会转变。早在 57~65 年间，日本已经出现了三种神器（电视、洗衣机、电冰箱）的家电普及，之后在 70~74 年经历转型过渡期。从下图来看，过渡期是劳动力重估最终完成的时期，也是一个消费扩散与通胀并存的时期，而在过渡期之后，日本消费开始走向成熟，即使 76 年起欧美需求复苏给予日本由出口主导的二次起飞的机遇，但是，消费社会才是那时的主题。

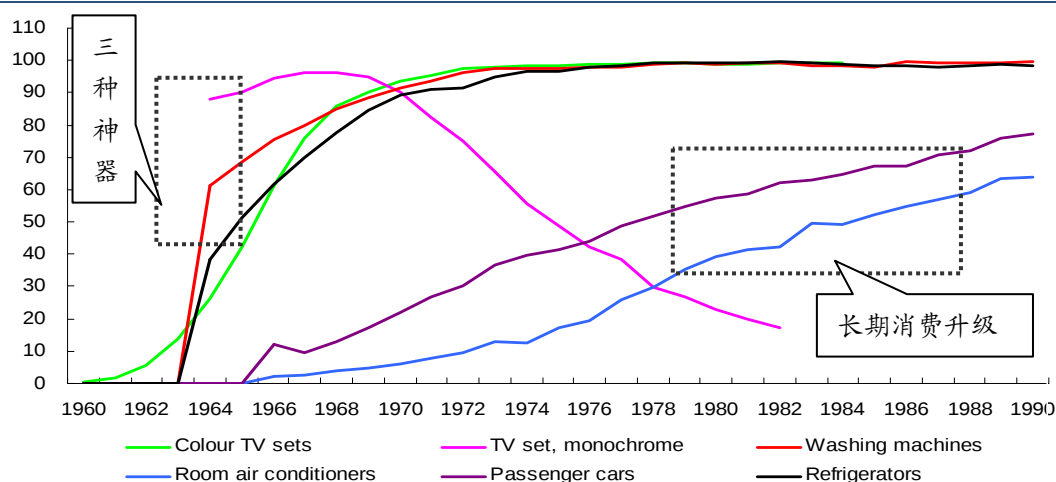
图 35：日本的过渡期显示劳动力重估下消费和通胀一起增长



资料来源：日本统计局，长江证券研究部

严格意义上，在经历了外部冲击之后，我们所面临的恰恰就是产业结构调整的问题，这也正是步入过渡期的开始。在三种神器之后，日本从 1966 年开始出现以汽车、空调和彩电（3C）为代表的中高档耐用消费品的普及，过渡期之后的 1975 年，日本平均每两户家庭就拥有一辆汽车，而作为新兴产业，汽车、空调及电子产品在 80 年代依然长期增长。

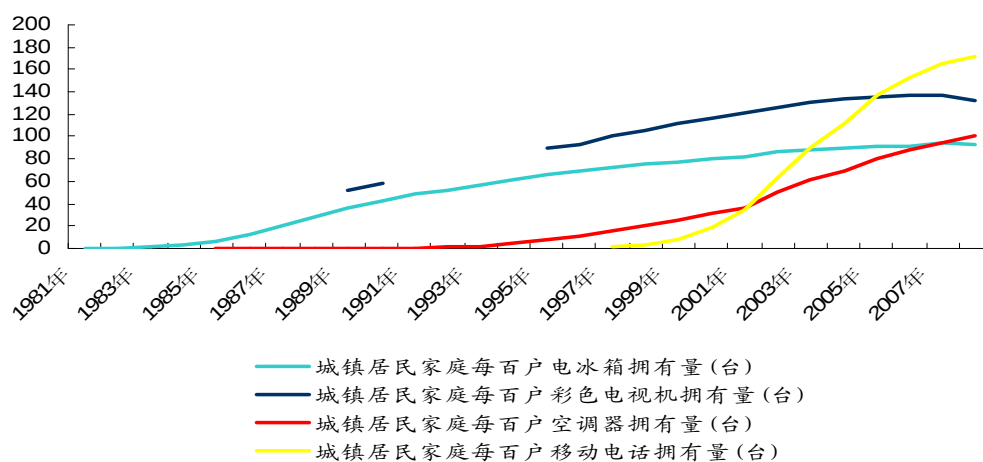
图 36: 日本主要耐用消费品的家庭普及过程



资料来源：日本统计局，长江证券研究部

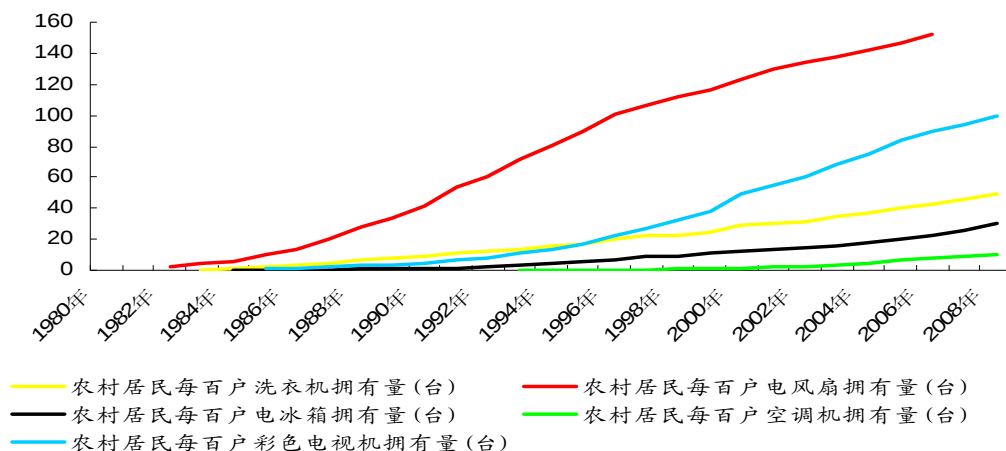
类似的，我们早在 90 年代就经历了消费启动与初步扩散。从下图来看，90 年代开始一般耐用品消费品就已增长较快，其中城镇电冰箱和彩电的普及从 80 年代末开始，在 90 年代基本都已饱和，空调则从 95 年之后开始并于 2000 年以来加速普及。

图 37: 中国城镇居民家庭耐用品拥有数量



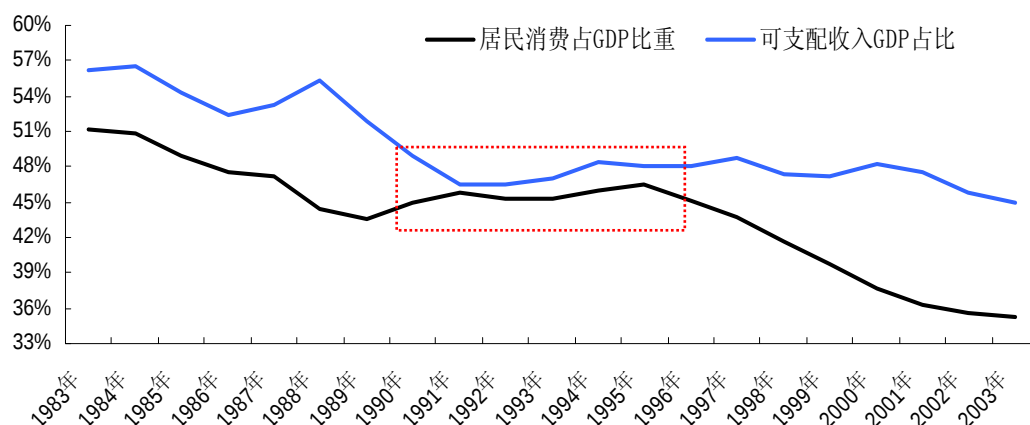
资料来源：中国统计年鉴，长江证券研究部

我们认为，传统家电在城市的普及，很可能意味着中国在后发优势下已经实现了日本 60 年代年的消费启动，但是由于城市化依然在加速，因此农村市场还是存在消费扩散的空间。从下图来看，农村电视机、电风扇等对电力负荷要求不高且相对便宜的产品虽然已经普及，但是洗衣机、空调、电冰箱等相对档次较高的耐用品依然存在巨大增长空间。

图 38：中国农村居民家庭耐用品拥有数量


资料来源：中国统计年鉴，长江证券研究部

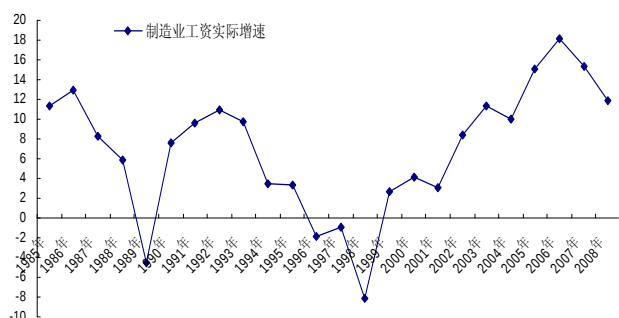
产生这种类似于 60 年代初期日本消费启动的原因，在于居民可支配收入在 90 年代的提高。从下图来看，那一时期收入比重的增长是显著的，而消费也随之出现提升，这一点在前面我也谈到了，90 年代我们的增长动力在于消费需求，而非投资。

图 39：中国可支配收入和消费占 GDP 比重


资料来源：CEIC，长江证券研究部

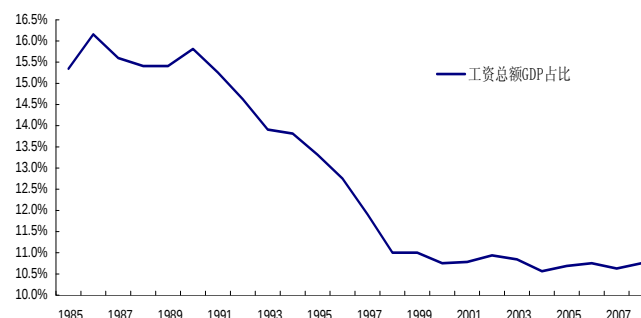
但是我们也要看到，那时的消费扩散是非常初级的，基本上只是一种工资、收入小幅增长对于生活质量的低端提升。我们认为，这是由于 90 年代城市化尚处于起步阶段，而农村劳动力则严重过剩，即使出现劳动力供给增量放缓，并且导致收入分配初步向居民部门倾斜，企业在短期内也不存在进一步提高工资的压力，这意味着，90 年代是人口红利的集中释放期，那么工资的增长事实上是被城市化扩张与快速发展的经济所延迟，事实上，那一时期工资占 GDP 的比重并没有得到改善。

图 40: 中国制造业工资实际增长 (剔除通胀因素)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

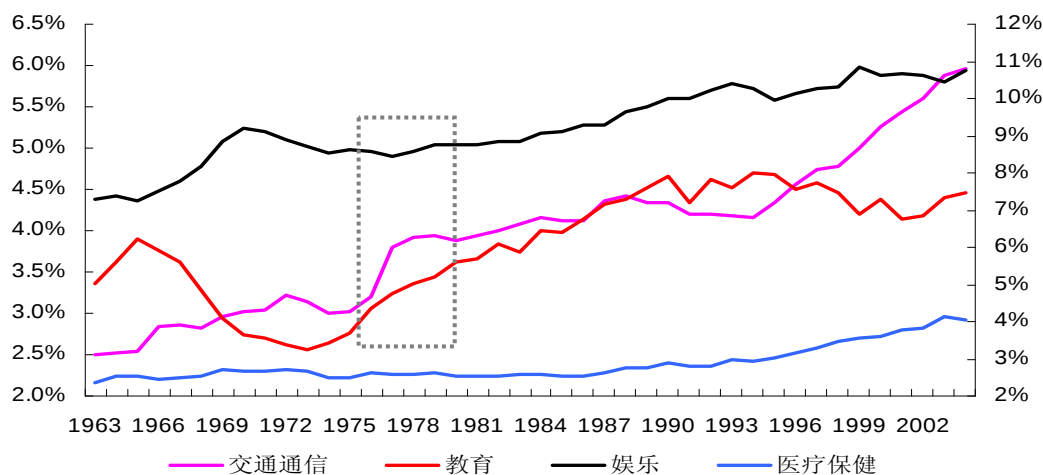
图 41: 中国居民工资总额占 GDP 比重



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

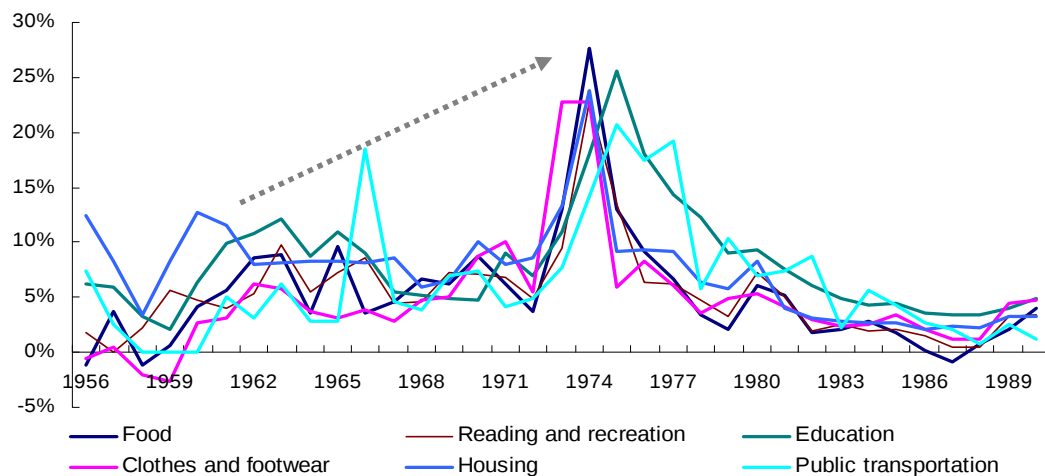
日本在过渡期之后,除了耐用用品的长期增长,服务业的经济化发展趋势也是新的潮流,主要表现为交通通信、文化娱乐、教育支出占比的大幅提升。由于私家车的普及率已经较高,因此旅游和休闲支出也在逐渐增加,这会带动交通和通信消费的增长。到 90 年代初期,日本居民消费结构中交通通信支出提高了 4 个百分点,教育支出提高 2 个点,娱乐提高了 0.8 个点,而保健医疗的显著增长则在 90 年代以后,这与人口红利的结束密切相关。

图 42: 日本消费支出结构变化



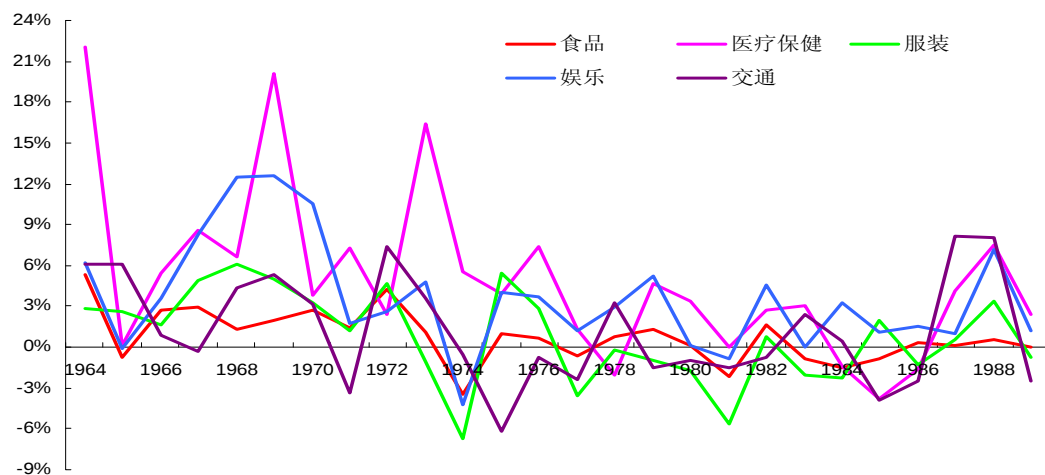
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

由于工资的大幅增长极大的缩小了国内的收入差距,使得低收入阶层也具备了提升消费的物质基础,因此在日本当年过渡期,中高端耐用用品的扩散是收入分配公平化和内需充分释放的体现。而在 09 年,当国内汽车消费创历史新高后,我们发现中国居民的消费需求和购买力的释放,这也是收入差距缩小的体现,对于未来的升级而言,我们除了汽车为代表的耐用消费品需求的释放,可能还存在对服务经济的需求。而从长期来看,这种需求的提升终究会推升通胀。在下图中我们可以看到,在高速增长时期日本的物价就处于长期缓慢上涨,而在 70 年代初的过渡期则出现加速上涨。

图 43：日本高速增长末期及过渡期物价大幅上涨


资料来源：日本统计局，长江证券研究部

当然，那时还存在美元体系和石油冲击的影响，但是货币因素毕竟是不确定的，就实体经济而言，农业生产率提升本身不是无限的，日本经验显示他存在一个转折点，即从生产力提高到走向衰落，这从长期上决定了农业资源供给不是无限的；而城市化的本质是对农业资源的需求，如果要素都投向了城市第二、三产业，那么农村劳动力和农业资源终究会在拐点机制下出现供不应求，也必然会带来农民收入和物价的同步上涨。我们可以这么认为，劳动力供求的逆转决定了农产品和消费品长期上涨的趋势。

图 44：日本消费实际增长在收入重估下增长最快（剔除通胀因素）


资料来源：长江证券研究部

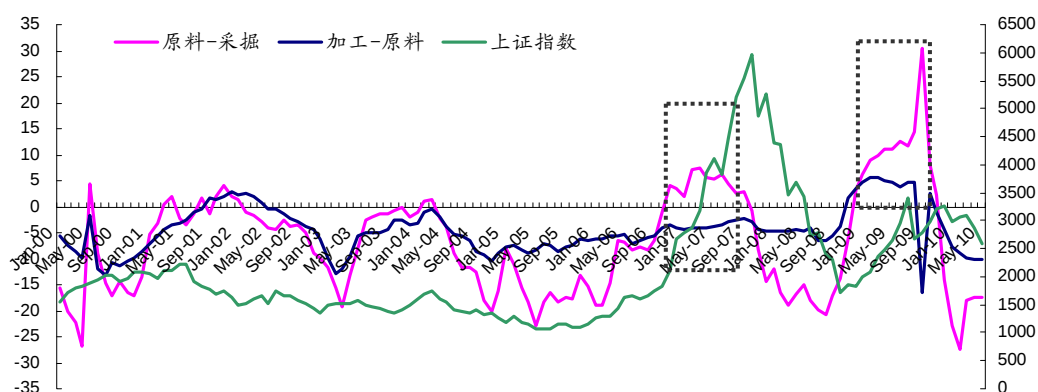
我们也可以这么理解，消费社会的内涵在于：在劳动力重估时期，收入的提升是可以承受企业转嫁成本的，无论是农产品还是居住品，只要收入增长空间足够大，都是可以承受的消费品。对于日本而言，劳动力重估完成是其消费价格在高速增长后期保持5%以上的重要因素，在那个过渡期，日本居民可支配收入增速一度达到15%以上，而且由于工资刚性的存在，居民收入足以容忍物价的上涨，因此消费支出依然随着房价上涨下通胀预期的增强而增长，这也是在油价冲击之外导致73年恶性通胀的主要原因。

投资策略：产业升级与消费扩散

产业结构调整的投资机会

在经历了地产泡沫和石油冲击之后，外生性通胀时代已过，国内资本要素价格重估已经完成，我们将进入一个陌生的过渡期，这意味着在 09 年政策刺激下，传统产业盈利高点已过，而新兴产业仍处于崛起前的酝酿阶段。

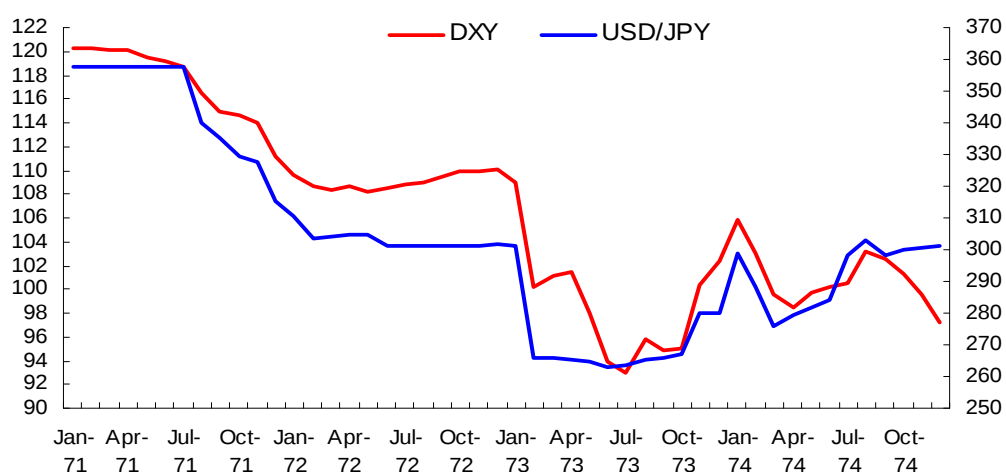
图 45：外生性通胀之后，传统行业盈利高点已过



数据来源：CEIC，长江政权研究部

类似于日本，产业升级是个缓慢的过程，短期内新经济尚未崛起，而传统产业仍将维持主导地位。从下图来看，日本企业在 68 年后就遭遇了盈利危机，但是在 72~73 年，我们观察到企业利润与居民收入的异常同步上升，我们认为他与日元汇率的大幅升值相关联，只是过渡期短暂的货币幻觉，事实上，从长期来看，在 76 年出口复苏之前，日本传统产业的盈利增长都是下滑的。

图 46：72~73 年间日元兑美元汇率大幅贬值

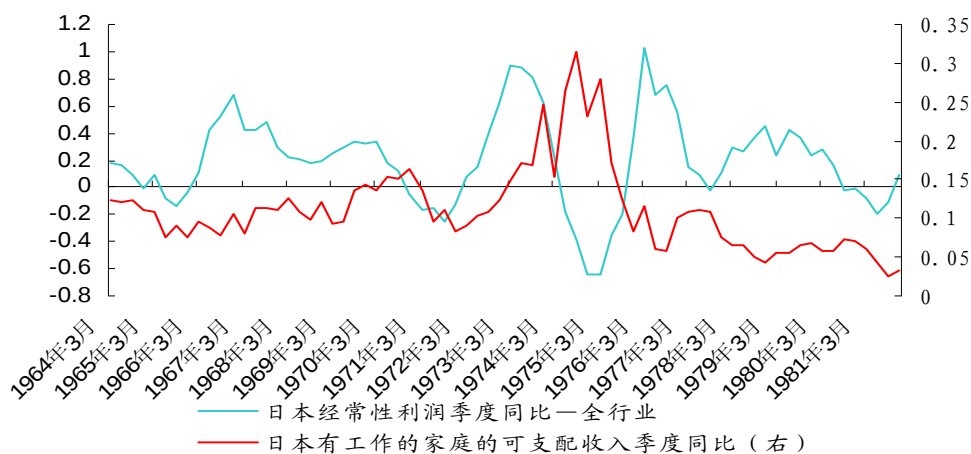


数据来源：CEIC，长江政权研究部

这在很大程度上源于那时全球生产要素重估依然在继续，例如 73 年石油危机，导致旧有增长瓶颈的全面爆发，这一点与 76 年之后情形不一样，76 年转型之后的利润改善有两点因素：一者，劳动力优势以及廉价石油的丧失，都迫使产业结构顺利转型；二者，欧美的复苏

则提供了外部需求。

图 47：日本家庭收入和企业利润的同比变化



数据来源：CEIC，长江政权研究部

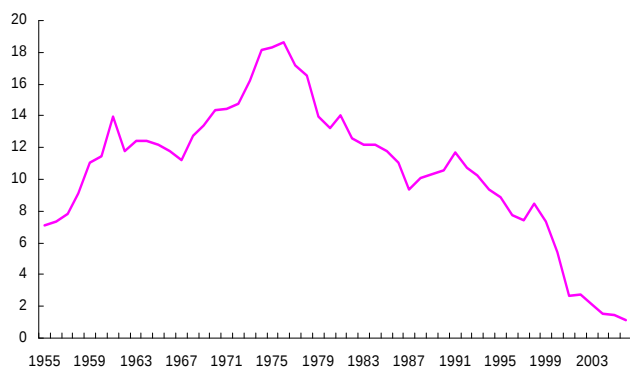
那么，日本主导产业在过渡期所遭遇的盈利危机，似乎预示着我们的产业转型成为一种必然，而且这种必然将是一个阵痛的过程。他意味着，虽然在短期内存在货币因素干扰导致的利润波动，但是在新增长点真正出现之前，传统产业即使依然存在增长，在中长期内都将遭遇估值向下的压力，而新兴产业虽然短期增长未必显著，但是长期内将获得较高的溢价。

收入重估 - 消费扩散的投资机会

在目前的政策形势下，我们相信地产价格将难以维持过去的上涨趋势，他从本质上受到两种因素的制约：第一，过去的十年，我们在劳动力不曾重估的背景下首先经历了资本要素的重估，在收入差距扩大下依然出现了以住房为代表的高端消费需求的提前释放，这种与日本截然相反的增长路径等同于本末倒置，把资产泡沫提前浓缩；第二，伴随保障房的落实，住房供给的增加必然能从源头上稳定房价。

在日本当年的过渡期，住宅消费提升和私家车普及在后来很长时期对中高档消费品、服务经济、金融资产都有需求拉动。同时，日本家庭储蓄率在 76 年见顶之后长期下滑，基于我们过去的研究，76 年是日本经历了石油冲击之后出口快速回升的时期，之后依靠外需的复苏日本经济顺利向稳定增长转化。这也意味着，储蓄可以被资本积累和购房需求所消耗，事实上，我们也能观察到日本在 75 年后住房自有率的大幅提升。

图 48: 日本家庭储蓄率



资料来源: NBER, 长江证券研究部

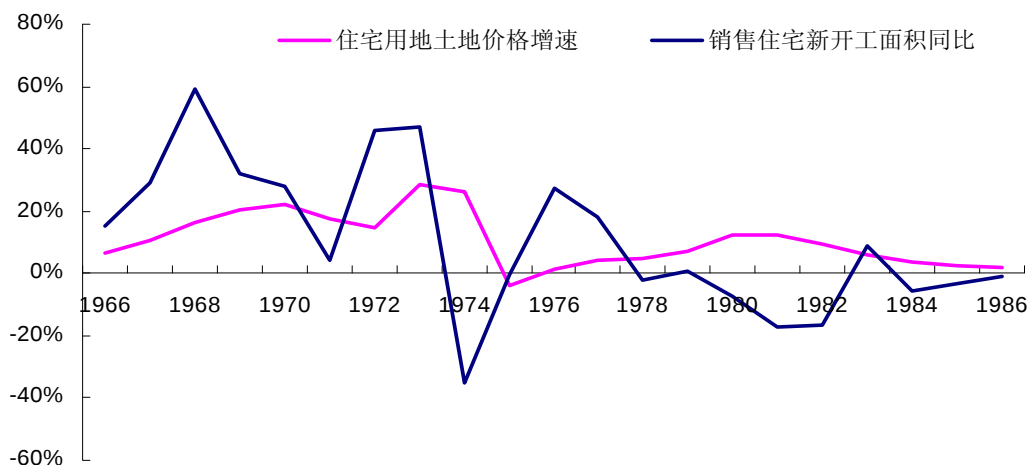
图 49: 日本住房自有率



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

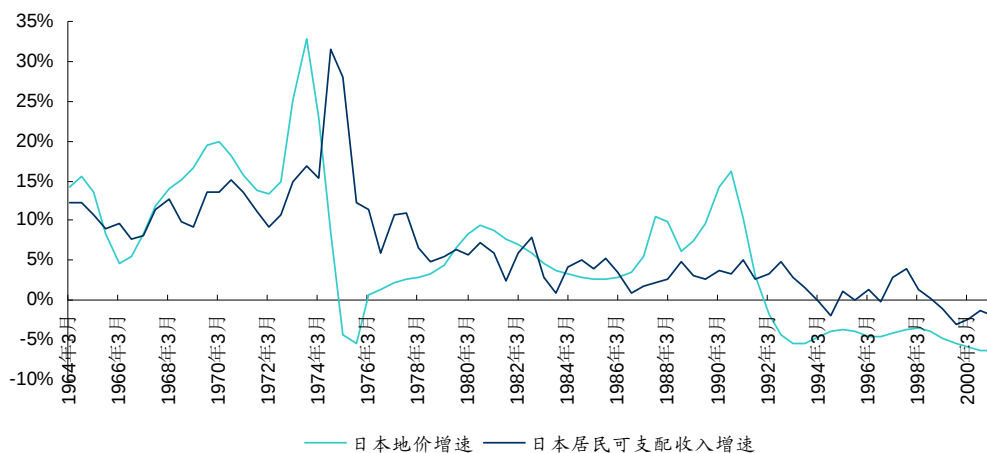
与此同时,在下图中我们观察到日本地价在劳动力重估的后半段,也就是增长末期和过渡期。按照我们的理论,日本是先依靠劳动力要素重估实现收入分配,然后再依靠较高的收入和储蓄以满足其他要素重估,而住宅新开工增长达到历史高位可以验证这种需求的强劲。由于工资收入的增长速度超过物价上涨速度,因此日本居民能够承受较高的通胀预期。

图 50: 日本地价与住宅消费增长



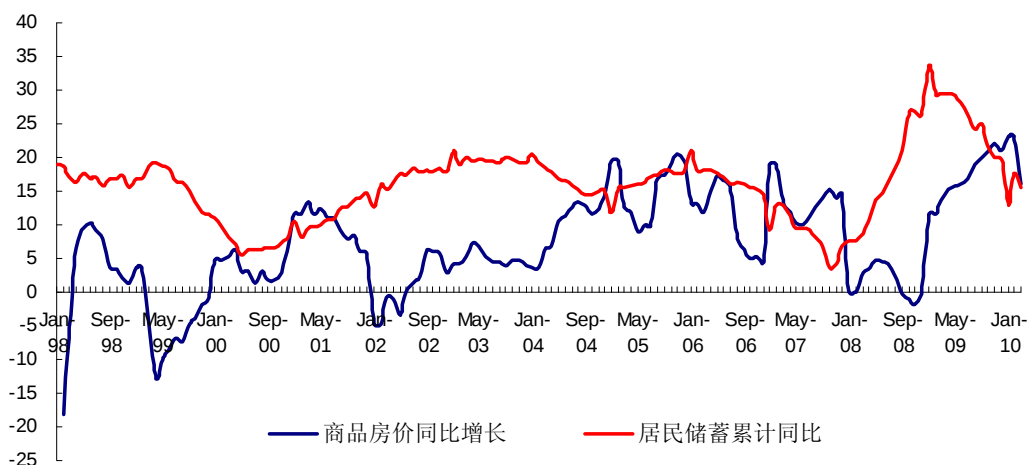
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

而到了 80 年代,由于消费社会已经成熟,因此真实的住宅消费需求反而不如过去,收入的增长才更多的表现为投资或投机需求。从下图来看,那一时期日本居民收入增速与房价增速的差距很小,尤其在房价回调时,尽管收入也出现下降,但仍然保持了较高增速,与此相反,日本房价增速在 85 年到 91 年间保持在 20%~30% 间,而居民收入增速基本在 5% 以内,我们认为这是 90 代房地产泡沫的根本原因。

图 51：日本地价与居民可支配收入增长


资料来源：CEIC，长江证券研究部

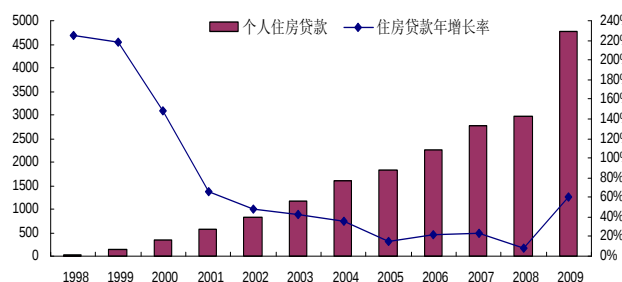
事实上，对于中国而言，我们早已经历了类似的问题。但是必须要考虑，中国与日本的最大差异，在于不同收入体系下日本的储蓄足以满足要素重估和消费需求，而我们的拐点机制尚未完全启动，因此低工资和收入差距导致住房价格被少数中高收入群体的需求所推高，进而导致高房价捆绑了大众储蓄，使得居民收入增长不能有效的转化为消费。产生这种困境的根源，在于中国的起飞时代，增长性政策导致大量的资源被投向了固定资产，比如基建和地产，在下图中我们可以看到，居民储蓄自2000年以来就持续高增长。

图 52：国内商品房价格与居民储蓄增长


资料来源：CEIC，长江证券研究部

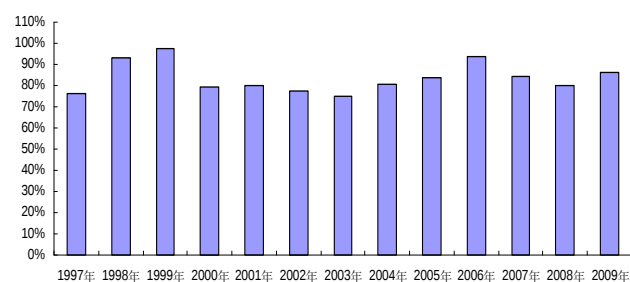
这种过度积累的直接后果就是地产泡沫和消费被挤出。在 98~02 年间，国内个人住房贷款年均增长率高达 112.8%，对房地产开发企业和建筑施工企业贷款年均增长 25.3%，于是自 02 年起房地产“泡沫论”愈演愈烈，即使 03 年宏观调控出台房价依然居高不下。在下图中，我们观察到消费仅仅在 04~05 年地产投资和销售面积回落期实现了大幅增长，然而这也为此后房价由于供不应求而暴涨埋下了伏笔。当然，我们不排除消费在资产泡沫和货币幻觉下的增长，这意味着只有当资产价格上涨足以提振财富效应时，才会出现消费需求伴随购买住房一起增长的情形，否则真实的收入是难以支撑通胀的。

图 53: 长期以来个人住房贷款增长过快



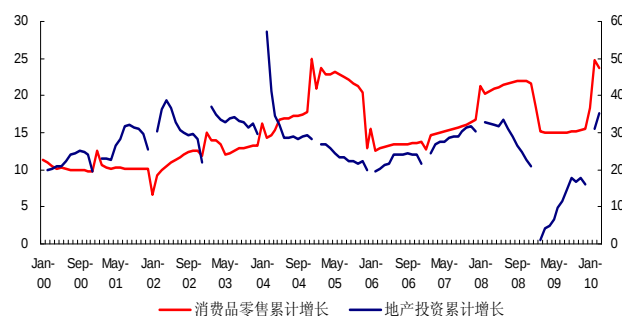
资料来源: 长江证券研究部

图 54: 个人消费贷款中住房贷款占比过高



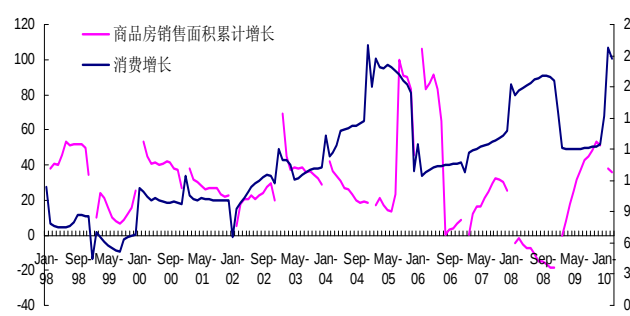
资料来源: 长江证券研究部

图 55: 地产开发投资与消费增长



资料来源: 长江证券研究部

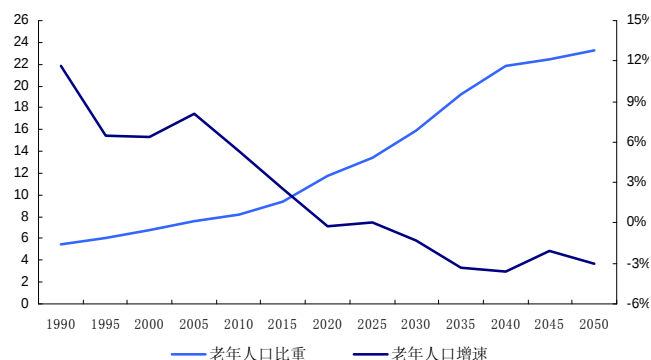
图 56: 商品房销售与消费增长



资料来源: 长江证券研究部

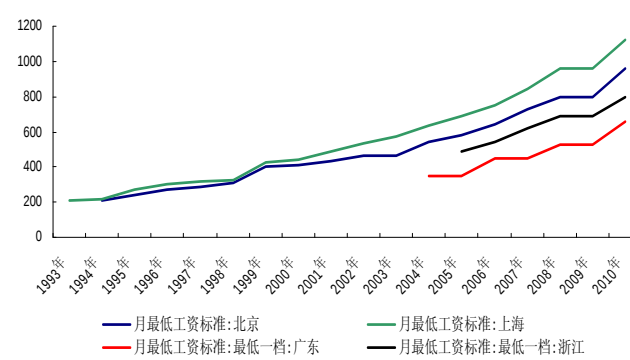
在房价之外，我们相信老龄化的压力终将成为收入增长的倒逼机制。一般认为，65 岁以上的人口比率超过总人口的 7% 是老龄化社会，而超过了 14% 就是老龄社会。根据联合国的预测，到 2015 年，中国的老龄化程度将达到 9.4%，呈现老年人口规模巨大、老龄化发展迅速、地区发展不平衡、城乡倒置显著、女性老年人口数量多于男性、老龄化超前于现代化等六大特征。这一问题的严峻意味着，从政策层面上，提高居民收入已成为解决老龄化及相关社会保障和养老问题的唯一路径，这一点，我们认为，无论是从近年最低工资的连续上调，还是政府加大收入分配的改革，都已显现出了的曙光。

图 57: 中国老年人口增长趋势



资料来源: 长江证券研究部

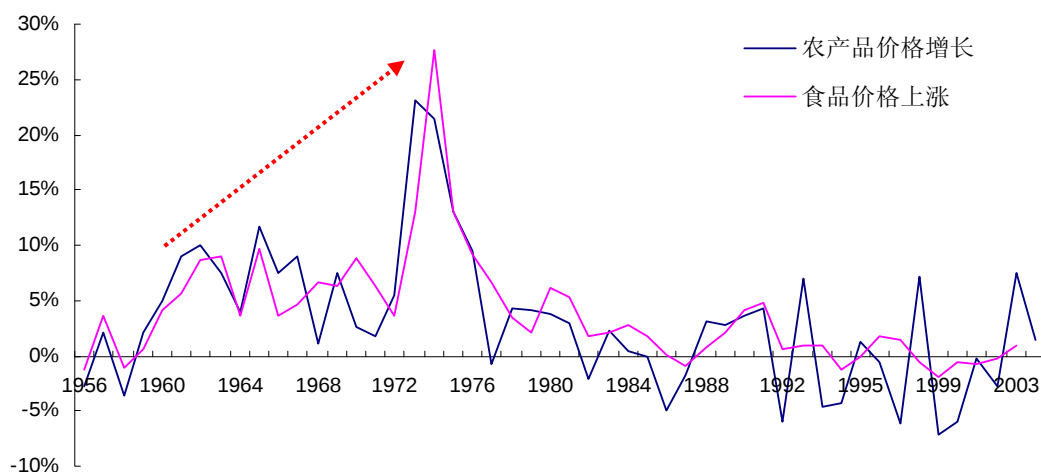
图 58: 中国最低工资调整



资料来源: 长江证券研究部

从日本当年的情形来看，伴随收入差距的缩小和社会整体购买力的提升，农产品及食品这种满足基本消费需求的必需品，其价格在高速增长时期都是长期上涨的，而在过渡期内则出现石油冲击下的大幅提价。因此，在外部冲击之外，其实必需消费品的价格存在内生性的长期重估趋势，只是重估的程度和阶段存在差异，这一方面源于城市化扩散削弱了农业基础，另外一方面，与日本当时的资源集中于第二产业导致的生产率差异相关。

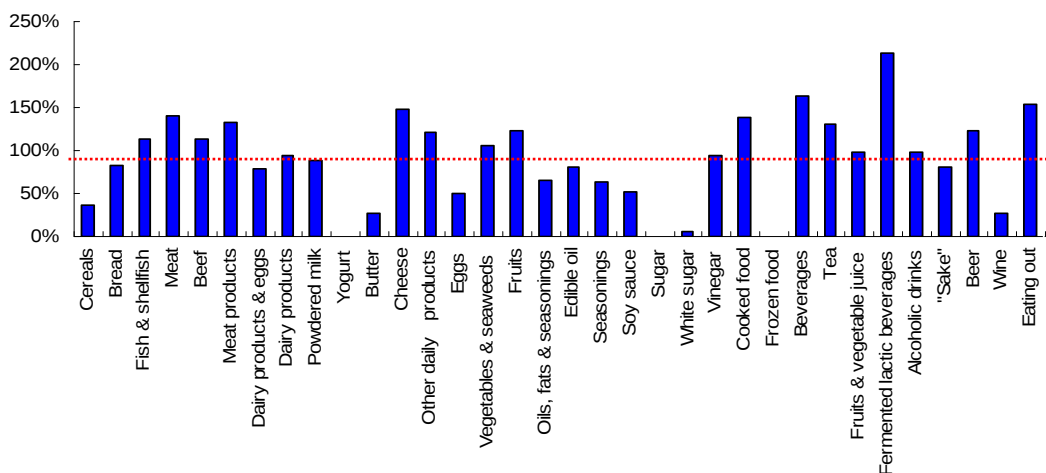
图 59：日本农产品与食品价格变化



资料来源：日本统计局，长江证券研究部

这里我们测算了 63~73 年日本食品子行业消费相比整体增长，发现消费扩散阶段生活质量提升非常明显，肉类、蔬菜、水果、海鲜和奶制品增长都较快，饮料中的茶、果汁、乳酸菌饮料以及啤酒也有快速的普及，还有加工食物和外出就餐消费增长都较好，而乳酸菌饮料和高档酒类增长则在走向成熟阶段表现突出。

图 60：日本食品子行业相比食品行业的增长

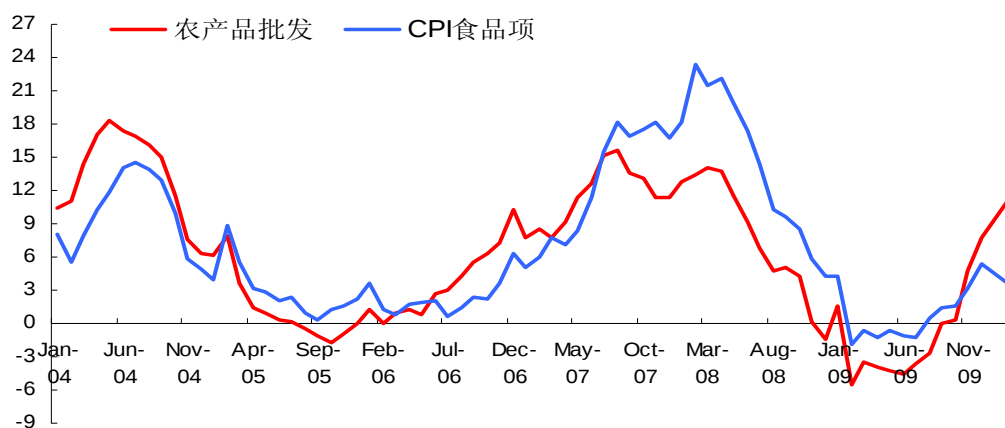


资料来源：长江证券研究部

这一点，在目前的中国也是同样存在的，我们认为农产品及食品价格在未来都将是决定通胀大幅上涨的第一要素。因为从日本经验来看，劳动力重估首先是低收入群体的重估，他必将改变消费的结构，虽然同样面临劳动力成本上升的压力，但是，收入差距的缩小必将使得一

般消费品的需求依然存在较大的增长空间，而高端消费品如汽车和住房等，在需求被中高收入消费群体透支后，其后续增长存在诸多不确定性，这一点和日本的差异在于，我们劳动力重估的滞后以及房价透支的提前，决定了不可能直接进入高收入与高消费社会，而是在收入长期增长中出现消费的逐渐扩散。

图 61：中国农产品价格与 CPI 食品项同比变化



资料来源：CEIC，长江证券研究部

这也意味着，即使消费扩散是个长期主题，但是当我们必然面临一个估值下移的市场时，在新经济成为确定的增长点或者产业升级完成之前，选择消费品是存在确定增长空间的战略配置，基于此，我们建议超配与消费相关的农林牧渔、食品饮料、纺织服装、商业零售、医药、电子、交通物流等行业，继续规避与地产投资相关行业。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。