

2011.01.13

转型、结构调整与新产业体系构建

——2011 两会、十二五规划专题



时伟翔

021-38674603

shiweixiang007983@gtjas.com

S0880209050540

本报告导读：

以转型期视角来观察我国十二五发展，任务的重点是结构调整，结合 09、10 年资本市场表现，我们认为传统制造再提升、保障房、社保信息体系构建、3G 发展、生产性服务业和现代装备、新兴产业提速将带来投资机会。

摘要：

● 十年：从沸腾年代到经济转型

对比日本、台湾、美国、韩国的转型阶段的资本市场表现，中国将有两条路径：一条是以信贷高投放和低利率为基础，通过资产价格提升带动财富效应，构成泡沫繁荣；一条是以货币收紧，资金回流实体经济，以产业体系创新为基础，打造新的增长动力。09、10 年的房地产价格反映了宽货币，小盘股反映了新产业培育；上证指数反映了传统产业和结构调整的内在需求，形成复杂格局。

● 2011 起局之年：十二五经济增长路径安排

从规划看，仍以保持经济高速增长为主基调，而十二五新劳动力逐步下滑，很容易造成成本推升通胀。11 年将通过收紧流动性总闸门、将资本回落实体经济、来稳定增长和通胀的关系。而后通过新产业体系培养、财政支出转向、社保体系完善、保障房建设、利率市场化改革、公用事业价格改革推动创新型经济发展模式。

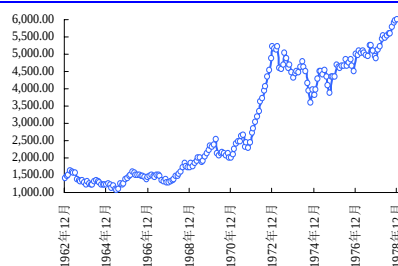
● 2006 年股市回顾：十一五规划对股市影响力较弱

我们回顾 05、06 年底资本市场的预期，考虑了银行、地产、券商的战略性成长，考虑了世界大宗商品价格上涨的趋势，对新一轮周期有了模糊的意识；十一五规划所描画的路径对资本市场的战略配置没有重大影响。行业规划从 06 年一直到 08 年陆续公布，对股价形成短期到 V 型波动。

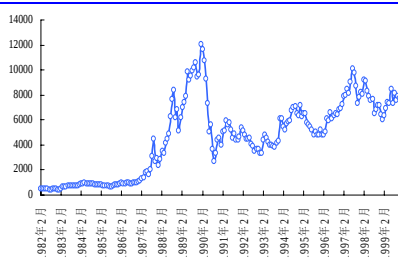
● 股市基本走势和投资机会

2010 年底以流动性收紧为重点，推进经济的转型。股市的政策面相对 10 年趋严、资金面趋紧、业绩增速回落预期将逐步体现，股市将适度调整。而后以新兴产业投资、保障房建设、消费趋稳、海外复苏为主要特征构成底部。从战略上看，要认识到结构调整是一个长期和复杂的过程。从投资机会上，我们认为承接 09、10 年的消费、新兴产业、区域规划，11 年将启动结构调整的装备制造、3G 发展提速；现代服务业加速；保障房建设；社保信息体系升级；传统产业改造后的提升。

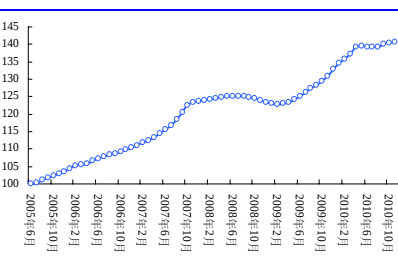
图：成功转型的 70 年代日本股市



图：流动性牛市后转型的台湾



图：房地产价格继续上涨



相关报告

《我们需要什么样的中央银行？》

2011.01.10

《中国的城市化率被低估了》

2010.11.23

《加息和升值：各自为政，并行不悖——浅谈汇率与利率政策的取舍问题》

2010.11.12

《货币泛滥、泡沫滋长——美国货币政策评论之二》

2010.11.05

《下一个十年如何跑赢 M2》

2010.10.11

从沸腾年代进入转型期，十年周期是一个好角度。

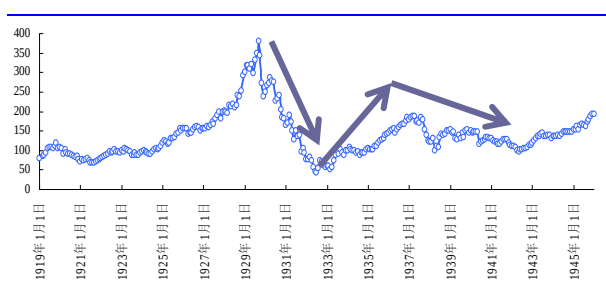
一、十年：从沸腾年代（GO-GO YEAR）到经济转型

两个十年与全球经济大势注定十二五是中国经济转型期，站在这个角度上讨论十二五规划，包括两方面的内容：一个是中国发展的展望与路径；一个是股市的特征和投资机会。

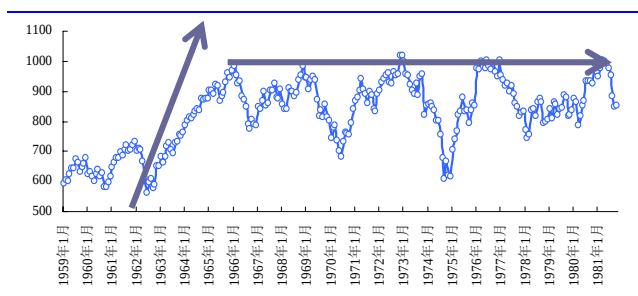
在 04-07 年的股市当中，市场的逻辑在于流动性与“黄金十年”；美国称之为沸腾年代；类似于台湾的八十年代。而本次全球次贷危机，则给这个时代画上了句号。十二五则标志着中国经济从黄金十年，进入了转型时期。从实体经济、政策再到资本市场都需要重新定位和思考。

我们先从股票市场看具有典型的形态特征：

图 1：1920-40 年代的道琼斯工业指数（工业被破坏） 图 2：1960-1980 年代道琼斯指数（货币政策与通胀）

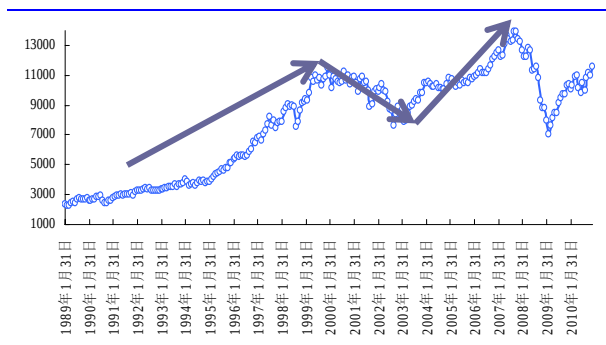


数据来源：国泰君安证券研究



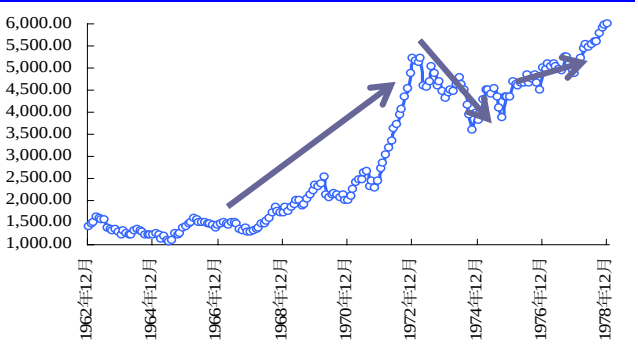
数据来源：国泰君安证券研究

图 3：1980-2010 道琼斯股指（更大的泡沫）



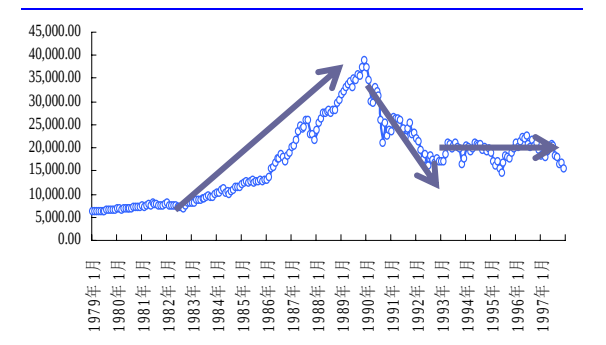
数据来源：国泰君安证券研究

图 4：1960-70 年代的日经 225 指数（工业转型）



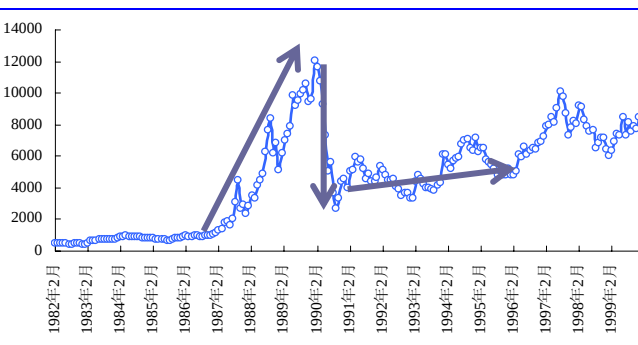
数据来源：国泰君安证券研究

图 5：1980-90 年代的日经 225 指数（泡沫破灭）



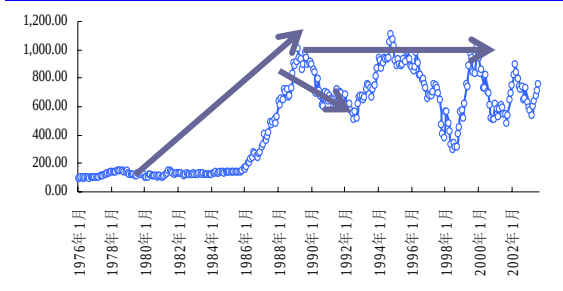
数据来源：国泰君安证券研究

图 6：1980-90 年代台湾指数（工业转型和投机泡沫破灭）

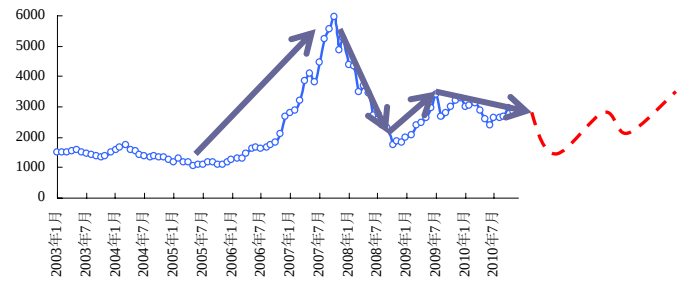


数据来源：国泰君安证券研究

图 7: 韩国股指在 1980-90 年代走势 (稳定增长) 图 8: 上证指数 2003-10 年走势 (估值泡沫破灭)

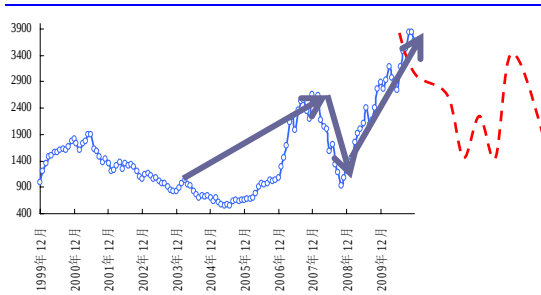


数据来源: 国泰君安证券研究



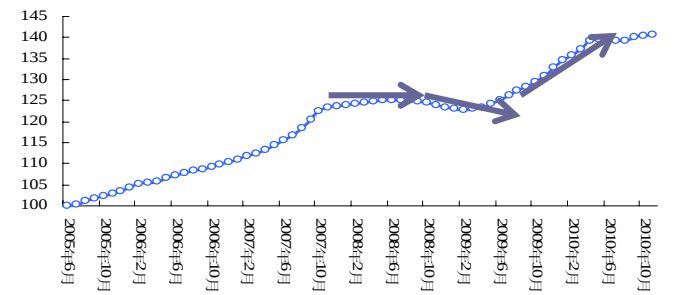
数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 小盘股指数却创出新高 (宽松货币)



数据来源: 国泰君安证券研究

图 10: 最牛的是房地产价格调整小, 涨幅大 (泡沫持续)



数据来源: 国泰君安证券研究

几个特点:

1、时间长度在 6-15 年之间; 2、股市必然表现为 V 型, 有别于沸腾年代的直线上升型; 3、上证指数和小盘指数组合了完美的中国调结构的形态, 从时间看, 中国本轮结构调整已经走过了 4 个年头。

接下来本报告的任务很明显: 第一, 各个不同国家调结构的过程、政策搭配、经济路径; 第二, 不同的经济现象决定的股市的走势; 第三, 结合我们的十二五规划和政策, 合理猜测经济趋势和股市走势。

二、转型的国际经验比较

从以下三个角度来进行比较: 第一, 时代转变的前提和原因; 第二, 政策决策的不同; 第三, 经济再次起飞的前提是什么。

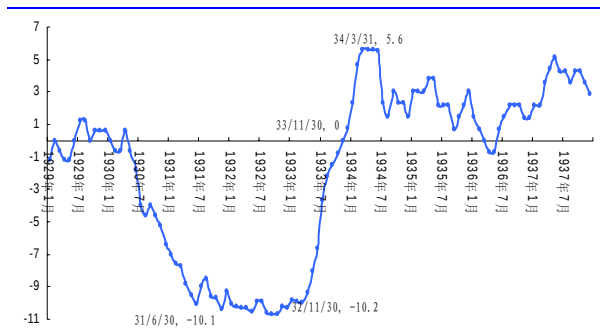
(1) 上证指数走势类似于三个阶段: 道琼斯的大萧条时期; 台湾 87 年以后和日本泡沫破灭后的走势。

就这三个经济情景看, 09 年以后的中国经济没有大萧条时期那么差, 生产、信用体系被破坏, 全球经济进入一个恶性循环和政策举棋不定。从工业化、城镇化和经济发展潜力看, 也不像日本泡沫破灭后, 金融体系被破坏、坏账无法收拾。和台湾的股市相比, 却有类似之处, 就是由于 GO-GO 年代面临顺差流动性、工业化和城镇化加快发展, 股市和楼市充满了投机, 股市出现了大幅调整, 由于很难再出现黄金十年的预期, 则即使满足盈利条件, 但估值条件却不能满足, 估值在低位震荡。

第一个比较: 大萧条的自身触底

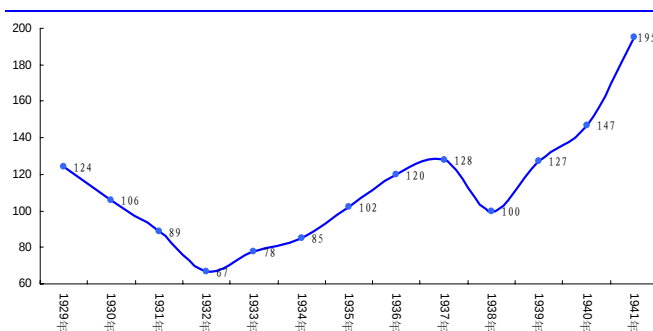
大萧条的借鉴意义是：由于决策层依然沉静在 20 年代的辉煌当中，并不认为经济出了问题，而是人民的信心出了问题，通过讲笑话来增强信心。基本未采取有效的政策应对，考经济自身解决。

图 11：价格大幅回落



数据来源：国泰君安证券研究

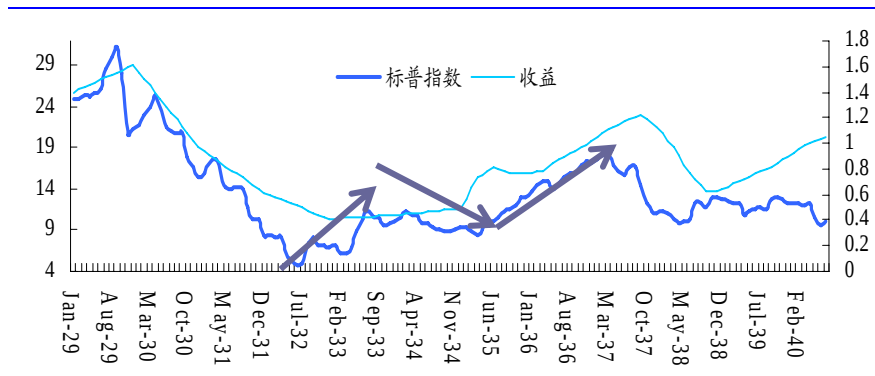
图 12：制造业产量指数大幅回落，缓慢恢复



数据来源：国泰君安证券研究

从股价指数看，就上证指数而言，下跌幅度、反弹幅度等都和这个指数类似。股票指数反映经济复苏的进程。

图 13：标普走势反映了经济自身恢复的过程。



数据来源：国泰君安证券研究

整体来讲，我们本轮的复苏路径和大萧条没有可比性，我们是宽松的政策刺激，经济没有出现调整。但股市却因为不能再具备沸腾年代的热情，而不能给与其高的估值。但是大萧条让我们看到了一个经济自身恢复的长期性和艰难性。

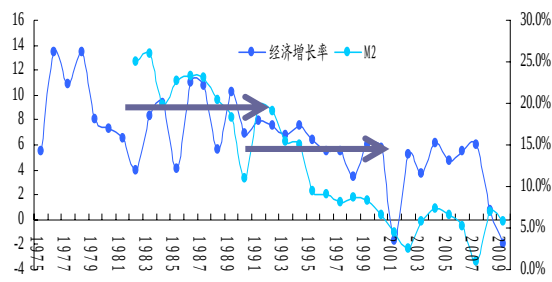
第二个比较：台湾的结构调整期

相对于日本的 70 年代的比较，台湾的 80-90 年代有一点更重要：就是其经历了顺差扩大、升值、货币供应被增加、股市投机热潮，而日本的这一时期在 80 年代后期才更明显。

从台湾情况看：由于贸易顺差相对新增货币占比的大幅下降，货币供应增速快速下降，伴随产业结构调整，经济增速也在一定相对低水平上相对稳定。其经济发展从出口导向型也转入了结构转型期。

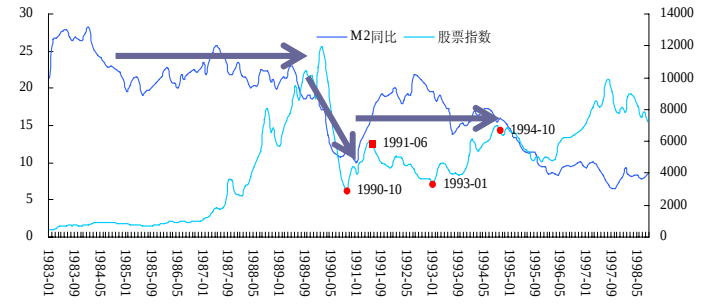
尤其是台湾当时 M2 的增速与股价走势的关系很有借鉴意义，M2 对股市的作用力度减弱，但是趋势上仍有较大相关性。

图 14: 台湾经济增速稳定, 货币供应下台阶



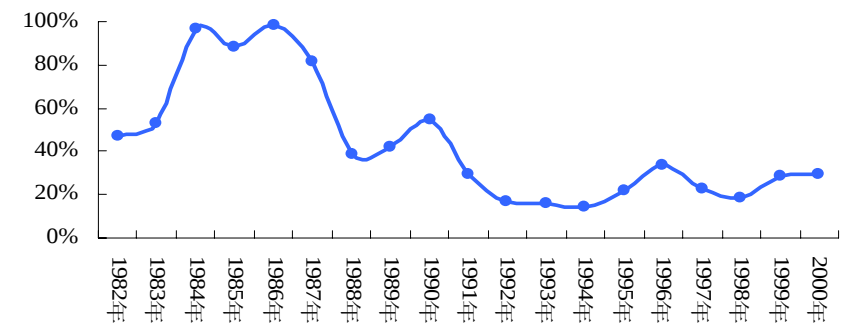
数据来源: 国泰君安证券研究

图 15: 货币供应由于贸易顺差减少而趋缓



数据来源: 国泰君安证券研究

图 16: 台湾顺差占新增 M2 的比例



数据来源: 国泰君安证券研究

政策应对: 从台湾当时看, 由于台湾的出口导向型政策导致美国的贸易保护主义; 且国内生产要素 (土地、劳动力) 价格上涨, 劳动密集型行业竞争优势减弱, 提出了“自由化、国际化、制度化”的经济转型。

- 1、产业升级和美国以外的新贸易对象开发;
- 2、以通信、电子、半导体、精密仪器与自动化、航天、高级材料、医用化学、医疗保健、污染防治为十大新兴支柱产业;
- 3、逐步实行利率市场化、解除外汇管制、推进民营化;
- 4、传统产业外移, 加速与大陆的联系。

政策的重点是如何处理好与美国的关系, 涉及汇率和资本市场开放; 产业结构转型和新兴产业的培育。

第三个比较: 日本泡沫时期是经济、金融和资产价格的全部溃败

该时期日本透支了货币政策、过于依赖资产价格泡沫的财富效应、日元升值和顺差的推动、工业化、城市化、国家化和改革空间减弱。现在与其可比之处在于过度依赖货币政策、在不同之处在于本次通胀制约了货币政策的空间。日本当时是经济增长动力难以寻找, 化解资产泡沫的坏账难度较大。而我们是出口危机带来了货币投放, 重新带来了资产价格泡沫。完全相反, 日本当时股市反应的是资产泡沫破灭后的难治理; 而现在上证指数则是担忧货币政策在就经济的同时, 造成了过大的资产价格泡沫, 而是矛盾的累积。

(2)、小盘股指数和房价类似于网络科技股泡沫破灭后的美国道琼斯指数的走势

从小盘股和房价指数看，其从 06 年以来一直到现在虽然出现了 08 年的大幅调整，但截止到现在，仍然处于上升趋势中。我们统计 775 只股票的市值比 07 年底提高了 75%，房价在未出现明显回落时，09、10 年快速上涨，创出了历史新高。这类似于 00 年网络股泡沫破灭后，由于美联储的宽松货币政策，以后房价、股价再次创出新高。

至少现在市场对于房地产和房价的走势的看法类似于这一模式，就是政策支持其向上，强烈的政策推动使其避免出现大的调整，而使得调整过程中政策稳定化，而后经济发展使其继续上涨。形成本该调整，却没有调整的强力外推型的上升趋势。

如何理解房地产价格走势与泡沫，小盘股的发展趋势，则成为判断未来几年股市的关键。

(3)、可以比较的是韩国 80 年代、日本和美国 70 年代调整后，又回到前期高点但需要一定时间，其中美国和韩国表现为 WW 型的波动，日本表现为 V 型的反转。

这一部分内容，我们在 2010 年半年报、四季度报告中都详细的讨论过，典型特征是：经济增长和稳定性依然存在，结构性矛盾突出。通胀、政策与产业结构调整表现为复杂化。经济和股市预期变化剧烈。

结论：从以上比较看，美国大萧条、日本的 70 年都具有明显的摸索性；大萧条时期在经济应对、政策处理方面摸索了 4 年，总统经历了两届。日本 70 年也是从列岛改造追求高增长，再到后期追求结构调整和产业升级。当中也经历了五年。而后面的韩国、台湾、美国的 90 年代都依照日本 70-80 年代的经验，进行了卓有成效的结构转型和产业升级。对经济和股市都形成较为有利的支撑。

以上两部分分析，就是要建立一个分析十二五规划的框架，如何理解十二五就是要建立在美、日、韩国、台湾的历史经验的基础上。

三、十二五规划和经济增长的路径安排

从 11 年 1 月 8 日重庆开始，各地方和全国的两会将陆续召开；中国经济进入了十二五的启动之年。关键字：民生、调结构、节能减排、新兴产业、城镇化、中西部崛起。

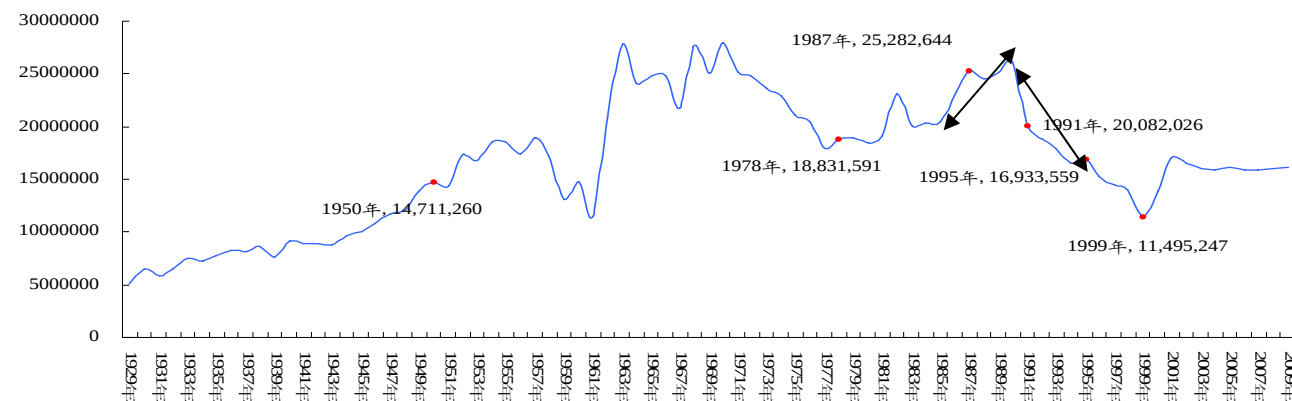
表 1：各地敲定的明年两会召开时间，24 个地区将先后在 1 月召开两会

重庆市	西藏	河北省	福建省	甘肃省	新疆	北京市	天津市
1 月 8 日	1 月 10 日	1 月 12 日	1 月 13 日	1 月 13 日	1 月 14 日	1 月 16 日	1 月 16 日
浙江省	上海市	内蒙古	广西	青海省	河南省	陕西省	四川省
1 月 16 日	1 月 16 日	1 月 16 日	1 月 17 日	1 月 17 日	1 月 17 日	1 月 17 日	1 月 18 日
贵州省	安徽省	宁夏	山西省	湖南省	云南省	辽宁省	广东省
1 月 18 日	1 月 18 日	1 月 18 日	1 月 19 日	1 月 20 日	1 月 21 日	1 月 21 日	1 月 22 日

数据来源：国泰君安证券研究

第一个问题：经济增速与通货膨胀

图 17: 十一五新就业人口逐步上行 (85-90), 增加了 46%; 十二五新就业人口逐步下降 (91-95), 减少 35%。



数据来源: 国泰君安证券研究

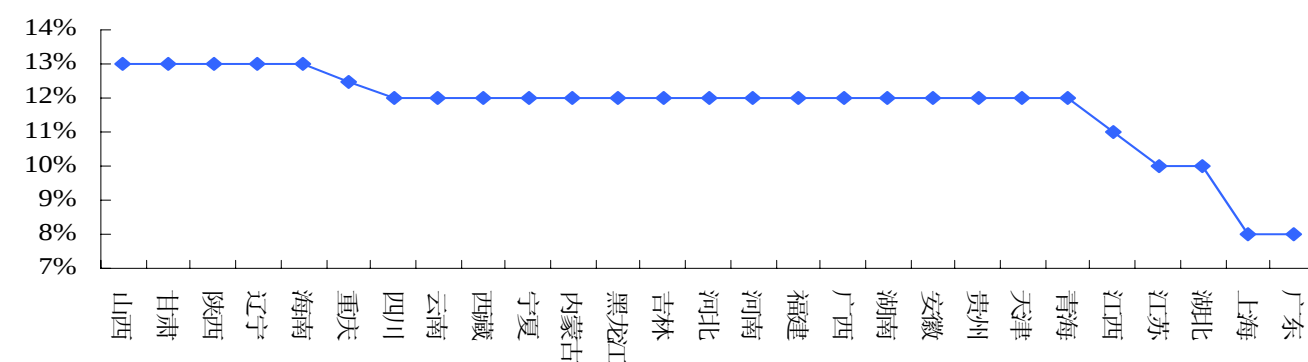
1990 年出生的人, 在今年本科毕业。踏上工作岗位。十二五五年每年新毕业人数每年下降, 大幅缩减 35%。看未来十年趋势更加明显。与十一五区间的人口每年上行, 增加了 46%; 完全相反。

这样对应着十二五两种状态: 一种是经济增速下降一个台阶, 集中精力进行结构调整; 一种是劳动力需求增加带到工资上涨, 通胀水平高涨, 形成经济的过热状态。劳动力短期也往往意味着一国的产业结构调整, 尤其是国际生产链的地位。

对于这个问题, 我们对比了个地方政府和中央的观点和目标:

在各省的目标中 5 个省份 13%, 一个省份 12.5%, 16 个省份翻倍, 一个省份 11%, 两个 10%, 两个 8%, 北京、浙江提出创新驱动, 山东产业结构调整改善。

图 18: 各省市十二五规划目标 GDP 增速



数据来源: 国泰君安证券研究; 北京、浙江提出创新驱动; 山东结构调整; 12%代表翻倍。

而中央层面考虑能源、土地和未来发展要求, 如工信部提出规模以上工业增加值年均 10%, 发改委提出能源不能满足高速增长, 推算目标 GDP 增速 7-8%。

这个问题对大类资产配置尤为重要, 是战略层次的。如果经济增速高位, 土地、资源和劳动力紧张, 成本推升通胀压力较大, 就是潜在经济增速下降的情况下, 追求高增长; 存在的矛盾焦点是货币政策。突出表现是房价的上涨幅度。不化解这两者之间的矛盾, 则会造成经济的过度波动和资源的巨大浪费。

情况 1: 增速保持较快, 通胀压力适中, 工资增长较快, 房价上涨较快, 形成财富效应, 带动股价上涨, 再次刺激财富效应, 形成泡沫繁荣。在这个过程中, 名义财富增大, 经济错过调整的战略期。而在泡沫繁荣结束后, 金融体系、生产体系、价格体系全面出现问题。(日本泡沫时期)

情况 2: 平衡增速与通胀关系, 收紧流动性, 通过一次经济回落改变市场预期。防止泡沫繁荣, 以工业化深化、城镇化、消费提升为动力, 致力经济结构调整, 股市缓慢上行(日本 70 年代稳定增长时期)。

这一问题将在开局之年给资本市场答案, 通过近期易纲、张平、国务院部署看, 已经思考了这一问题。对这一问题, 资本市场在 10 年 11 月份开始也开始反映和思考。但在具体的行业配置和长期趋势上, 资本市场的意识还是模糊的。究竟是房地产好, 还是建筑企业好; 是大盘股能够增长, 还是小盘股代表的方向坚定, 这个矛盾的焦点是货币政策。

我们认为: 就整个十二五来看, 最好的情况是, 2011 年以信贷控制为主要手段, 使得非结构调整投资增速明显回落。经济增速的适度调整, 带动对经济增速和流动性预期改变, 消除资产价格泡沫, 使得资金回流实体经济, 这是 2011 年的主要任务。如果这样, 2011 年股市的战略机会在于经济触底的坚实底部和未来发展模式下的支柱产业。

第二个问题: 泡沫繁荣还是结构调整—保障房建设的全局性

在十二五规划中, 都将发展公共租赁房体系作为社会保障的重要组成部分。从主基调看, 主要是解决中等收入以下家庭的住房问题。按照中国划分为: 最高、高、中等偏上、中等、中等偏下、底、最低七个层次, 中等偏下约占 40% 比例, 约为 7000 万户家庭。近期主要针对低收入家庭约 4000 万户。

如果公共租赁房发展有利, 能够改变民众的住房观念。对稳定房价起到较好的作用。另一方面, 结合一些列的信贷、税费、购买者区分等手段抑制不合理需求, 将形成稳定的房价预期。

这样房地产的泡沫预期改变, 能够引导社会资金流向实体经济。这一战略也是 2011 年起局之年的重要步骤。从十二五规划和中央经济工作会议可以看出, 这一组合正在使用。

根据房地产政策的落实情况, 我们认为保障房建设相关将受益于下一轮布局。

第三个问题: 新产业体系构造: 推荐海洋经济、电子政务、现代服务

从各个省份和中央关于十二五规划的整个产业体系的打造看: 建立现代农业、先进制造业、培育壮大新兴产业、加快发展现代服务业、改造提升传统产业。产业发展靠技术创新、节能环保和循环经济。产业走产业集群和产业园模式。

表 2: 十二五产业体系建造

现代产业体系	发展重点
现代农业	节水农业、机械化、现代种业、规模化经营、农产品加工和流通体系
先进装备制造	依托国家重点工程发展重大技术装备, 提高基础工艺、基础材料、基础元器件研发和系统集成水平

提升传统制造	整优化原材料工业，改造提升消费品工业，促进制造业由大变强。 加强政策支持和规划引导，强化核心关键技术研发，突破重点领域，积极有序发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业，加快形成先导性、支柱性产业
战略新兴产业	把推动服务业大发展作为产业优化升级的战略重点。大力发展生产性服务业和生活性服务业，积极发展旅游业。拓展服务业新领域，发展新业态，培育新热点，推进规模化、品牌化、网络化经营。推动特大城市形成以服务经济为主的产业结构
现代服务业	加快新能源开发，传统能源清洁高效利用，加强电网建设，发展智能电网。按照适度超前原则，基本建成快速铁路网和高速公路网，发展高速铁路，加强省际通道和国省干线公路建设，积极发展水运，完善港口和机场布局，改革空域管理体制
现代能源和综合运输	实现“三网融合”，构建宽带、融合、安全的下一代国家信息基础设施。推进物联网研发应用。大力推进国家电子政务网络建设，整合提升政府公共服务和管理能力。确保基础信息网络和重要信息系统安全
信息化水平	发展海洋油气、运输、渔业等产业，合理开发利用海洋资源，加强渔港建设，保护海岛、海岸带和海洋生态环境。保障海上通道安全，维护我国海洋权益
海洋经济	

数据来源：国泰君安证券研究

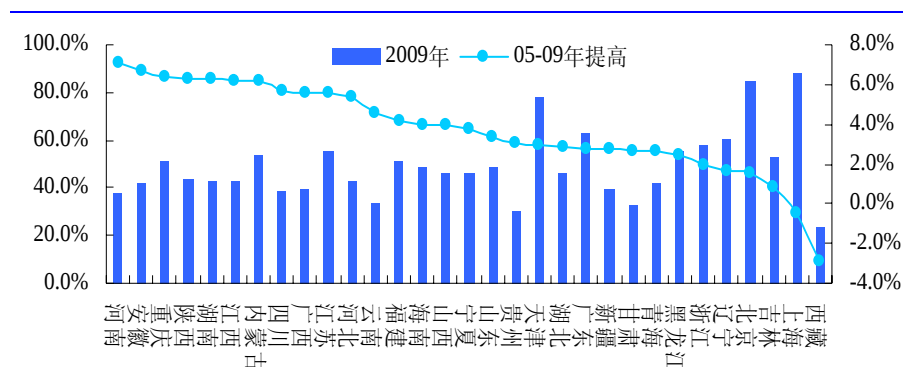
从资本市场角度看，从 10 年以来，对现代农业、新兴产业、高铁运输、信息化、先进装备以此反映。我们接下来重点推荐：海洋经济、现代服务、电子政务、传统产业提升、节能减排再次发力五个主题。

第四个问题：经济发展的战略安排，区域不平衡

从整个经济的发展战略是扩大内需，增强消费能力：措施包括财政支出转向，扩大居民消费能力；改革收入分配制度，解决收入差距；增加社会保障和环保消费。

促进区域协调发展，有序推进城镇化。东部率先发展、中部崛起、振兴东北、西部大发展。重点是功能区、城市带、产业转移。

图 19：城镇化率推进和水平

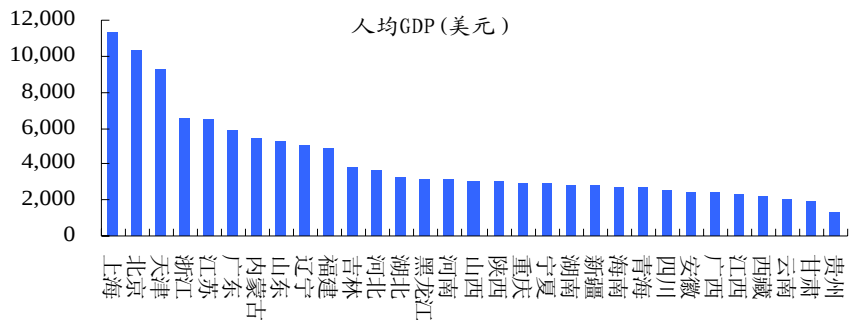


数据来源：国泰君安证券研究

建设两型社会，节能减排、循环经济。

从战略推进看，城镇化发展从 09 年加速推进；但是扩大消费和节能减排的制度和指标安排还没有起步。

图 20：各地区人均 GDP



数据来源：国泰君安证券研究

2011 年重点将是节能减排的全面布局，促销费制度的改革。重点推荐节能减排里面的脱硝、污水治理。

对资本市场来说，形成多重理解：一个是东部地区转型和国际化大都市建设，所带来的对产业发展前途的思考；一个是中西部地区发展落后形成的工业化、城镇化中期加速推进的思考。对于原材料行业、一般制造行业需要区分地域性。关注产业转移，东部地区公司在中西部开展业务，开设分公司。

第五个问题：民生和文化产业

建设公共服务体系，该体系包括：社会保障体系（社会保障信息网建设）、户籍制度改革、推进医疗体制服务改革。推进文化产业大发展。

重点推荐：易联众、榕基软件等社保信息体系建设公司。

第六个问题：体制改革

包括金融体制改革：一个是利率市场化，一个是汇率体制改革。工业事业品定价机制改革：煤电、油气、水、矿的定价机制。新兴外贸、人民币国际化和海外投资。

这将改变中国的外向型发展模式和整个社会的流动性创造机制。一个是资本和产业转移的国际化、一个是外贸顺差的创造产业变迁、一个是升值的成本压力与热钱预期对房地产价格的支撑。

以上六个层次的问题，基本上概括了十二五时期发展的战略安排，并符合资本市场的逻辑体系。从资本市场角度看，09、10 年的股市分别是周期、原材料、消费、新兴产业等依次表现，分别反映了对 08 年底对经济的过度悲观预期、09 年对经济增长信心的恢复、10 年对未来五年增长的形态展望。

面对 2011 年，资本市场开始按照五年发展的规律逐步反映股市，第一个问题是对 09、10 年发展模式与未来五年发展模式的承接与转换的思考。首要的问题是理顺信贷、房价和经济增速的关系。第二个问题，进行以新的产业体系打造为基础的投资。第三个问题，继续推进金融体制、保障体制、外汇体制改革，第四个问题，如何建立消费的保障机制。

重点推荐：海洋经济、社保信息体系、现代服务业、节能减排再推进、保障房建设五大主题。

四、股市的基本走势和投资机会

1、十一五的案例：股市的视野远比十一五宽阔

首先，回顾 05-06 年股市走势当中，体现了那些十一五规划形成的预期。

从 05 年 11 月份开始；当时以通信和新能源板块为主要热点，大盘股由于 04 年以来的调控一直处于低位，形成了热点散乱的局面；但股市却一直处于下降过程。这时股改逐步被市场发掘。当时由于指数处于低位，大盘股具有了长期投资价格，而股改、政策调控投资过热、通胀压力，为十一五开局的 06 年奠定好的基础，使得股价处于低位。整体看，股市具备了形成一轮大牛市的基础条件。11 月份从股票运行看，内在的抗跌性非常强，均线、资金成交和对事件的敏感度提高，表现出一定的走强迹象。

从市场预期看：主要关注新老划断、股权改革、银行营业税改革，然后按照 3.5 年一个大牛市的周期，关注 06 年的大牛市情节。逻辑上认同钢铁股的周期价值和证券公司的牛市收益；认同银行业经营环境变化和制度变更产生的战略性投资机会。

当时对宏观经济的判断：有几个主要的分歧，一个是通货膨胀还是通货紧缩，经济什么时候见顶，还是什么时候见底。当时还有汇率制度改革，外围市场下跌，所以当时的判断是制度层面和资金层面的高度战略意义大于业绩层面的贡献，基本上战略性看好 06 年的市场。从当月的行情运行来看，没有任何比较明显的主线。

12 月份，关于汇率变化的传闻较多，然后随着银行股的启动，和大宗商品市场投机价格上涨的影响，这个时候对大宗商品价格上涨的预期是看一个中周期，甚至是长周期的。当时一个情况是如果基金规模超过 20 个亿，就很难进行资产配置，只能把小股票抄的乱飞，3G 概念在当时很流行。从技术分析上看，当时均线系统指标全部向上，在预计 2006 年走势时，当时的机构已经把 06 年上涨当做必然，但在高位上从 1300-2400 点的差异很大。

1 月份，市场小步上扬，按照一个普通的历史规律 3.5 年的调整期，对应着 1.5 年-2 年的牛市时间，可以预估本次牛市可能到 07 年底结束，在当时的股市操作上，很多是参照 H 股的走势和国际大宗商品价格的走势进行股票操作的。也就是说在 06 年初国内并没有意识到大宗商品牛市的到来，而是简单的那国外的走势进行操作，在当时看是简单而有效。

2 月份，市场开始讨论煤炭、石油、有色等板块的投资技巧和主要逻辑，从当时看，煤炭是与十一五的兼并重组沾点边，其他的都是从中国工业化、城镇化等角度去讲的。对宏观经济变量讨论比较多的是汇率、利率、通胀等，产能过剩的逻辑推导通胀在当时就被证明是错的了。尤其是 05 年、06 年外围市场的普遍不景气，造成了香港市场的单独向好，一旦加入了升值预期，则国内对资金的吸纳能力要远比香港好，也就是说国内可以借鉴香港，而比香港走的更好。

3 月份两会召开，但从股市来看，主要还是讨论银行与地产那个更牛，谁能跑赢谁？黄金、等大宗商品价格创出历史新高以后，到底该怎么看，

山东黄金和中信证券还能给你提供多少的收益。

结论：1、从当时看，以股改和银行上市、汇率改革、大宗商品牛市为主要背景，另外从技术分析、牛熊时间窗口看，都具备了一个大牛市的要素，只是当时对基本面、通胀和利润等的分析观点完全不一致。2、如果我们再回过头来看当时发改委、国务院的工作重点安排，可以说根本没有抓住这一轮经济的特点：3、05 年进行房地产调控，可惜房价越长越高，当时进行了产能过剩，抑制过剩产能等措施，远没有预料到后来几年工业化、城镇化的加速推进，当时对通货膨胀还是通货紧缩的争论也没能掩盖住升值预期带来的流动性过剩；更没有想到中国经济增长引起的大宗商品价格的上涨创历史纪录。所以从当时看，如果单纯把目光聚集到十一五规划和政策上，会犯严重的错误。也就是说从那轮行情的启动看，与十一五没有太大关系，或者说不是决定股市的一个因素。

2、十一五期间行业对规划的反应

从十一五看，各产业的规划发布时间从 06 一直持续到 08 年，并且只是重点行业公布。从股市反应看，一般在报国务院日启动行情，在公布日行情结束，整体没有超额收益。

表 3：十一五期间主要政策发布日期，股市面对这些产业规划再打时间差

公布日期	产业政策	批准日期
06 年 10 月 1 日	《水泥工业产业发展政策》	发改委报国务院，
06 年 6 月 26 日	《医药行业“十一五”发展指导意见》	06 年 9 月 4 日
07 年 12 月 10 日	关于印发化纤工业“十一五”发展指导意见的通知	07 年 3 月 27 日
07 年 9 月 4 日	《可再生能源中长期发展规划》，国务院审议通过	07 年 8 月 23 日
07 年 6 月 25 日	《电子商务发展“十一五”规划》	07 年 6 月 1 日
08 年 1 月 25 日	《高技术产业发展“十一五”规划》	07 年 4 月 28 日
08 年 3 月 18 日	《可再生能源发展“十一五”规划》	08 年 3 月 3 日
08 年 2 月 22 日	组织实施 2008 年新一代宽带及网络通信产业化专项通知	08 年 2 月 4 日
08 年 2 月 19 日	《“十一五”重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划》	08 年 1 月 17 日

数据来源：国泰君安证券研究

2、十二五期间的股市走势分析

我们认为，需要通过以下几个方面来理解十二期间的股市走势和定位 2011 年：

第一个：十二五规划的重任是调整结构、扩大消费、房地产变局、打造新产业体系和财政支出转向。

第二个：09、10 年的经济增长实质启动的是一个货币投放、地产繁荣的货币繁荣，通过全国规划和城镇化布局打通了未来发展的区域类规划。

第三个：11 年需要启动十二五的重任，调整经济结构、抑制房地产和减弱土地财政、通过收入分配启动消费升级的平稳性。

第四个：地方发展战略与十二五的整体战略存在偏差，11 年需要纠正这一偏差。

我们认为：2011 年十二五起局之年，首要的任务是抑制泡沫繁荣的存续，将资金转移到实体经济中来，主要措施是收紧信贷和上调利率。而后改

变经济主体的预期，稳定资产价格，强力推进新兴产业投资。这样股市必然表现为先抑后扬的走势。具体的格局和我们的预测请参照 2011 年年度策略报告。

整体来看大的投资机会主要包含几个方面：

- 第一， 传统产业改造升级，达到新的供需平衡点，或者企业制度创新、品牌创新、产品创新，盈利模式发生改变。能够走出一轮较大的行情。品牌类纺织服装已经有所反应，产能限制良好的水泥也有反映，钢铁行业如果产能控制良好，一旦进入提升阶段，也可以进入一轮景气周期。我们认为，这是传统产业里面最需要关注的。
- 第二， 新产业体系构建里面，装备制造创新和新兴产业培育是两个重要的看点，我们重点推荐 3G 景气主题，节能减排再推进（脱硝和污水处理），海洋开发，汽车零部件、轨道交通。
- 第三， 民生里面社保体系构建、保障房建设和收入分配改革；这将给消费的大趋势带来长期利好。看好医药、品牌服装；看好社保信息体系联网的信息服务类公司；看好保障房建设受益公司。

作者简介:**时伟翔:**

策略分析师，毕业于上海财经大学金融学院证券期货专业，硕士研究生。本科毕业于山东经济学院投资经济专业，2007-2008 年曾就职于长江证券研究所。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		