

复苏的结构性演进——浓缩型周期下的 2010 年资产配置

报告要点

■ 序言：本币升值与慢牛起步的欠缺

中国 09 年浓缩型周期恢复阶段的构建，在总量上的确已经恢复到我们所希望的 8-9%左右的水平，但是与日本在 1976-1980 年慢牛起步过程中投资增速的窄幅波动相比，经济增长的稳定性仍然有所欠缺，此也成为 2010 年资本市场仍旧存在阶段性波动风险的关键。

■ 第一阶段：内需的扩散性与外需的弱势复苏

内需中消费伴随着就业状况好转所呈现的扩散是主要的支撑力量，而制造业整体利润依然缓慢恢复的态势则决定了银行业具备一定的配置价值，当然，政策中衍生的结构性调整所带来的房地产分歧，则决定了市场的上升空间需要另一个额外因素，也即外需逐步恢复的带动，当然在这一过程中，我们首选的周期性行业是化工。

■ 第二阶段：全球需求恢复——资源品的最后疯狂

与 08 年成本推升压缩利润的方式相类似，第二阶段中我们需要关注的敏感行业集中于：其一是有色，一方面是来源于长鞭效应也即库存累积效应，另一方面则是工业金属的属性；其二是中游原料中的化纤，由于原油价格上升的滞后性以及终端纺织价格传导能力的弱势，化纤应该是中游盈利压缩最为显性化的行业；其三是下游制造业中的交运设备，其可选消费的选型也预示着较强的消费敏感性。

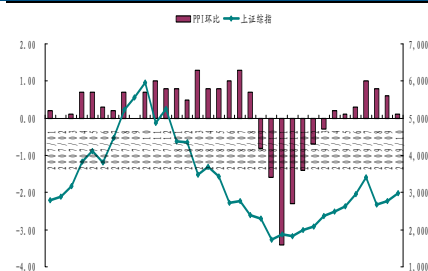
■ 2010 年资本市场总结

09 年 4Q 至明年初依然存在逐步的上升空间，但是当 10 年 2Q 美国消费需求伴随失业率好转呈现加强时，周期回落中产能尚未调整的压力将会给予中国资本市场再度的调整压力，而 10 年下半年能否存在真正慢牛起步的时间点，则着眼于去降低投资增速中的消费稳定性。

■ 2010 年行业配置建议

09 年 4Q 至明年初的机遇来源于 CPI 转正中所展现的消费进一步扩散，而外需的逐步恢复则是最有可能带来超预期的因素，关注需求弹性较大的化工，当 2010 年 2 季度再度面临资源价格上升的压力时，去产能的集中行业中游制造如钢铁等值得警示，10 年下半年的行业则依托传统周期，靠近终端消费的制造业成为首选，而泛消费行业则是 10 年的整体主题。

中国 PPI 环比与资本市场的关联性



资料来源：长江证券研究部

相关研究

《国际化博弈——从升值与通胀的关系中演绎 2008》

《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置》

《美国经济与中国牛市繁荣机制》

分析师：

钟华

(8621) 68751589

zhonghua@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

序言：本币升值与慢牛起步的欠缺	4
迈出过渡期的逻辑深化	5
迈出过渡期的两种模式	5
中国自主性的复苏动力积聚	6
慢牛起步？	7
第一阶段：内需的扩散性与外需的弱势复苏	8
美国需求就中国拉动效应的粗略估算	9
外需恢复中的行业弹性差异	9
制造业中盈利增长的分化	11
小结：银行的配置价值与地产的分歧	13
第二阶段：全球需求恢复——资源品的最后疯狂	14
美国失业率触顶引致的真实消费回升	14
浓缩型周期：长波衰退的资源约束并未解决	16
成本推升压缩利润的演绎经验	17
小结：浓缩型周期中的政策敏感性	19
第三阶段：本币升值与慢牛起步	20
日本 1976-1980 年期间慢牛特征的市场表现	20
日本慢牛特征中的产业结构演进	21
小结：本币升值的真正意义所在	22
主题配置：区域差异中的需求分化	22
东部的消费服务与中西部的投资拉动	23
上海：世博会与迪斯尼的引领	24
北部湾	24
2010 年资产配置建议：复苏的结构性演进	27

图表目录

图 1: 浓缩型周期下中国经济复苏的结构性演进.....	4
图 2: 中国资本市场反弹向反转的过渡因素分解.....	5
图 3: PPI 环比与国内资本市场的关联性	6
图 4: 中国 PMI 分项中就业人员变动	7
图 5: 中国 PMI 分行业就业人员变动	7
图 6: 1975 年之后日经指数呈现的慢牛特征.....	8
图 7: 日本慢牛特征中的投资增速窄幅波动	8
图 8: 中国出口在二季度有所企稳.....	10
图 9: 重点中观行业 5、6、7 三月新订单-出口订单均值的比较	11
图 10: PPI 分类中原料-采掘所近似代表的成本端受益程度.....	13
图 11: 与上一轮繁荣期类似的房地产超额收益与商品房销售额同比增速比较.....	14
图 12: 咨询机构 Challenger, Gray & Christmas 调查显示企业计划裁员人数.....	15
图 13: ISM 制造业与非制造业就业指数	15
图 14: 日本一次能源供给对国内生产总值的弹性值	16
图 15: 日本 PPI 分类中商品价格指数在投资回落背景下窄幅波动	17
图 16: 上游采掘制造业盈利高点出现的时点	18
图 17: 中游原料行业盈利高点出现的时点.....	18
图 18: 下游加工制造业盈利高点出现的时点	18
图 19: PMI 分项中原材料存货与产成品库存的周期预示	19
图 19: 中国 04 年时期 CPI 与政策收缩之间极强的敏感性	19
图 20: 日本 1976 年资本市场行业及大、中、小型公司表现.....	20
图 21: 慢牛特征中市场行业及大、中、小型公司表现.....	20
图 22: 日本 62-64 年重点行业利润增长水平（以 1961 年为基期）	23
图 23: 日本 66-69 年重点行业利润增长水平（以 1964 年为基期）	23
表 1: 美国主要产业复苏对中国进口的拉动	9
表 2: PMI 分项中新订单与出口订单的横向对比.....	10
表 3: 上游采掘盈利恢复最为缓慢.....	11
表 4: 中游原料行业盈利增长恢复均衡	12
表 5: 下游加工行业盈利增长恢复迅速	12
表 6: 石油冲击后利润占比提高的行业	21
表 7: 石油冲击后利润占比下降的行业	21
表 8: 上海迪斯尼和世博会的总投资和吸纳旅游人数.....	24
表 9: 上海市相关经济数据	24
表 10: 北部湾基本概况及发展规划.....	25
表 11: 北部湾重要的工业项目和基建项目	26
表 12: 2010 年行业配置建议.....	27
表 13: 阶段性的行业配置总结	28

序言：本币升值与慢牛起步的欠缺

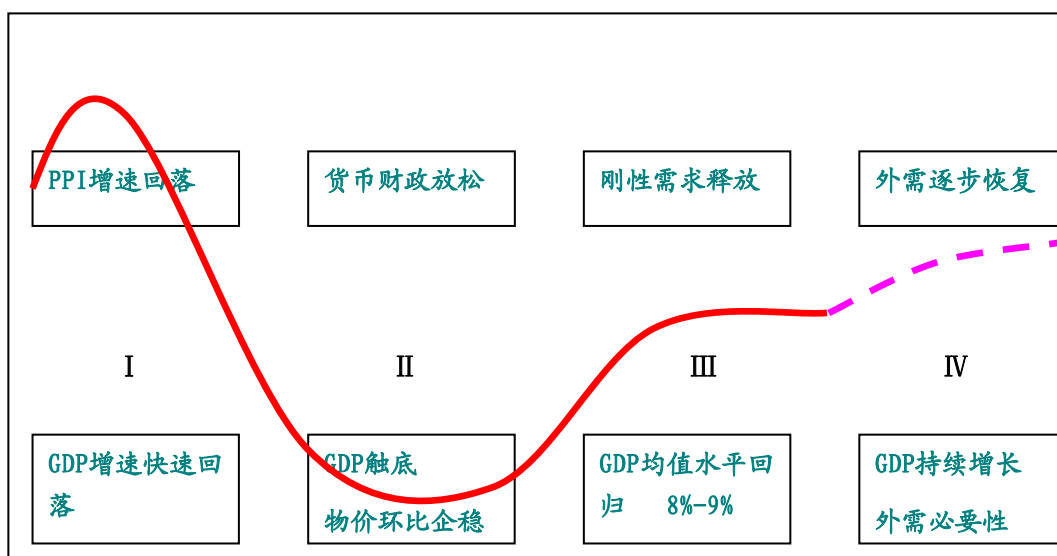
在经历了长波衰退中 GDP 增长波动最为剧烈的 08、09 年之后，当然也免除不了中国资本市场在 05 年股权分置展开后的逐渐成熟，关于人民币升值以及由此衍生的虚拟经济慢牛起步成为 4Q 的推升因素，的确，这是一个很有意思也很合乎虚拟经济繁荣的基础，日本在经历了 1975 年其作为追赶国阶段的长波衰退之后，全球分化中伴随着日元的缓慢升值所衍生的慢牛特征也是异常明显。

但是，此次浓缩型周期的恢复特质蕴含着，09 年 4Q 的中国与 1975 年之后的日本相比，虚拟经济慢牛所依托的经济结构仍然存在着隐忧。一方面，伴随着大量的货币投放以及相应的财政支出，中国的 GDP 恢复要远远快于任何一次传统意义上的存货周期调整，而就内部的经济结构来看，投资的高贡献以及出口的负贡献都预示着，未来的 GDP 增长仍然欠缺稳定。

另一方面，也是由 GDP 增长宏观面的结构不和谐出发，一般原则上尤其是工业化中后期的发展中国家，存货周期之所以会存在 1 年左右的低谷期，是在于其必须经历一个产能过剩的淘汰过程，相应宏观上的表现形式就是投资的低速化，显然，中国在 09 年庞大的财政引致投资缩减了这个过程，虽然短期有利于就业状况稳定所衍生的消费持续增长，但是就中期而言，上一轮产业结构所衍生的资源约束问题并没有得到解决，这也是我们认为，中国目前慢牛起步仍然欠缺的关键。

可见，慢牛起步的过程不仅取决于自身市场建设制度的完善，更重要的是经济增长的稳定性，中国 09 年浓缩型周期恢复阶段的构建，在总量上的确已经恢复到我们所希望的 8-9% 左右的水平，但是就复苏的持续性而言，由于伴随着美国经济在 10 年初逐步的消费复苏，仍然存在着投资、消费、出口的结构演进，所以，10 年尤其是上半年的资本市场仍然存在着区间震荡的可能性，而我们对于资产配置的核心思路也是借由经济复苏结构性演进所导致的行业分化出发。

图 1：浓缩型周期下中国经济复苏的结构性演进



资料来源：长江证券研究部

迈出过渡期的逻辑深化

中国现阶段的经济增长仍然处于浓缩型周期恢复模式中的第三步，而此过程也是我们依据美国 1929 年大萧条、日本 1975 年石油危机所定义的，资本市场面临过渡期的转变节奏，过渡期的内在含义其实更为强调的是环比增长动力中内部需求的减弱，由此，也涵盖了两种过渡期迈出的模式，美国 1929 年依赖于失业率见顶之后的消费需求再次缓慢回升是耗费了两个季度，而日本依托于外需的竞争优势则是耗费了一个季度，由此，也牵扯出中国此次过渡期演绎的深化方式。

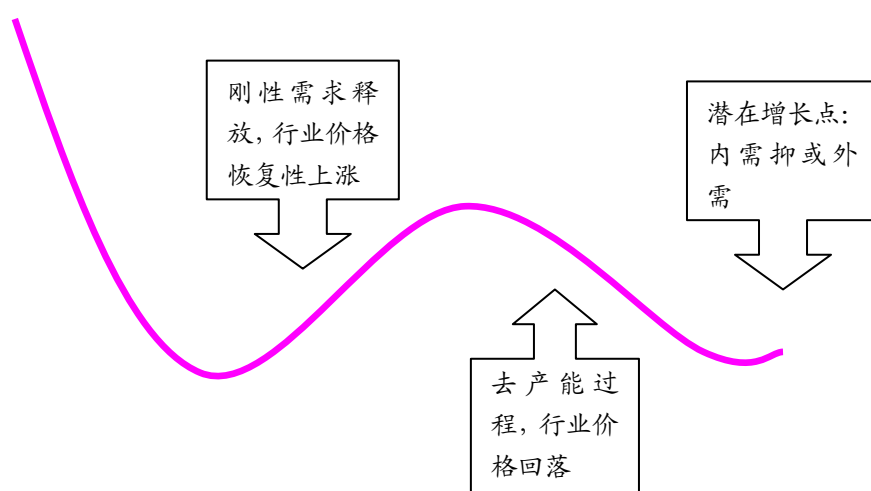
迈出过渡期的两种模式

我们曾经在半年度的策略报告中提及过，当实体经济迈入内需增长动力有所减弱时，资本市场将迎来过渡期的调整方式：

从表现形势来看，以 PPI 出发，中国此次中级反弹结束的标志很有可能是在于价格指数反弹后的重新回落，而不是像日本价格指数趋稳后的持续上升，这一点其实在部分行业如钢铁中已经有所显现，但是考虑到“V”字中形成中级反弹的核心是在于耐用消费品的反弹，所以，消费品部门中普及率偏低的汽车以及房地产销量和价格的波动才是决定因素的关键。

展望未来，中国资本市场中期反转的决定因素无非也是集中在两方面，一来是外需何时恢复，但是在美国遭遇资产价格泡沫破灭的背景下，这一疲弱的前景可能会持续较长时间，与日本在 90 年代日本类似的资产负债表衰退本质，使其在金融机构即使已经逐步清除不良资产之后，负债刚性化的美国个人消费者也将会压缩一段时间的消费，以收入降低原有的负债水平，这一点就全球贸易来说都不是一件好事。

图 2：中国资本市场反弹向反转的过渡因素分解

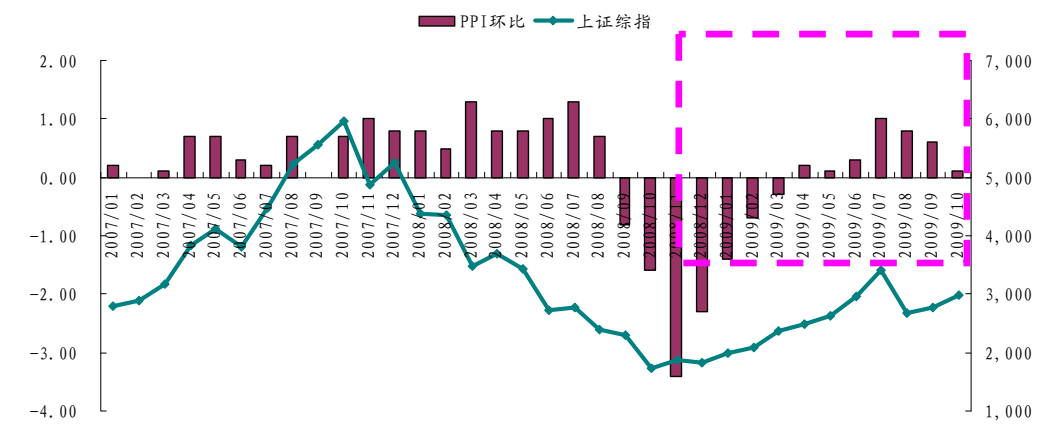


数据来源：CEIC，长江证券研究部

另一方面，就内需或者投资引导产能的进一步扩张而言，由于中国在经济发展的过程中跟日本在 1955-1970 年间最大的不同就是外部依赖度的问题，我们在之前也已经提到过，日本在 55-70 年间“V”字反弹的核心其实是在于产能的层次性扩张，也就是说当经济调整的时

候，日本投资衍生的产能扩张是一种产业逐步升级的表现，而不是增加或者重复加大原有已经显现过剩的行业。而中国由于过早的介入世界经济分工体系，这使得其在制造业的发展过程中并没有展现出特别明显层次性升级过程，我们可以看到中国近几年在汽车、机械、电子类行业的同步大幅演进，这也意味着当我们遭遇到外需疲弱的背景下，想当过新一轮的产业升级式产能扩张来带动投资恢复的时候，却发现我们几乎所有的制造性行业已然不缺。由此所带来的问题就在于，中国在此次金融危机中反弹向反转的过渡时滞比日本在 1975 年要更长。

图 3： PPI 环比与国内资本市场的关联性



数据来源：CEIC，长江证券研究部

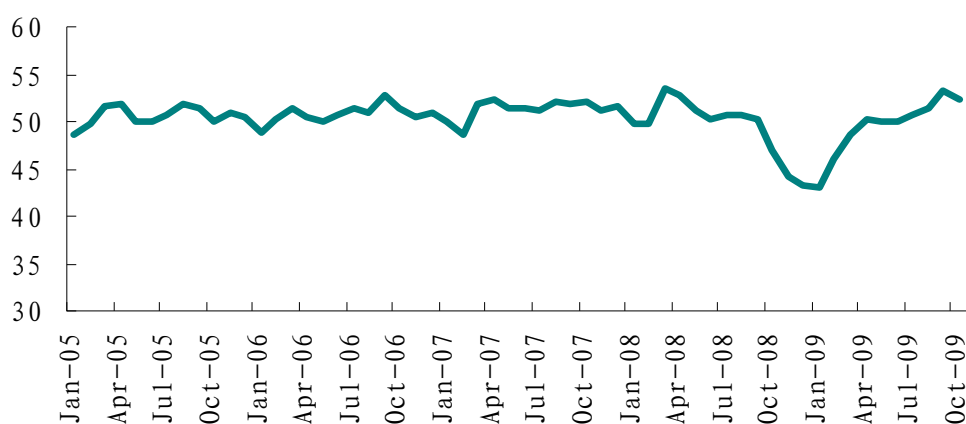
中国自主性的复苏动力积聚

联系日本在 1975 年、美国大萧条之后的 1934 年，其实可以发现，衔接过渡期终结的宏观标志在于以失业率为代笔的终端自主性需求恢复，而鉴于中国目前的统计数据中依然欠缺着比较及时的失业率数据，一般都是围绕 GDP 公布季度的滞后数据，我们借鉴及时意义更强的 PMI 分项数据。

从整体的制造业 PMI 就业人员变动指标来看，已经回归到 50 以上的扩张水平，这一点在近期东莞甚至于上海所出现的民工大量回流体现出极强的验证性；而从分行业的就业人员比较数据来看，除少数重点行业外，基本均已回归到 50 以上的扩张水平，而非制造业中的建筑、批发、零售尤为明显。

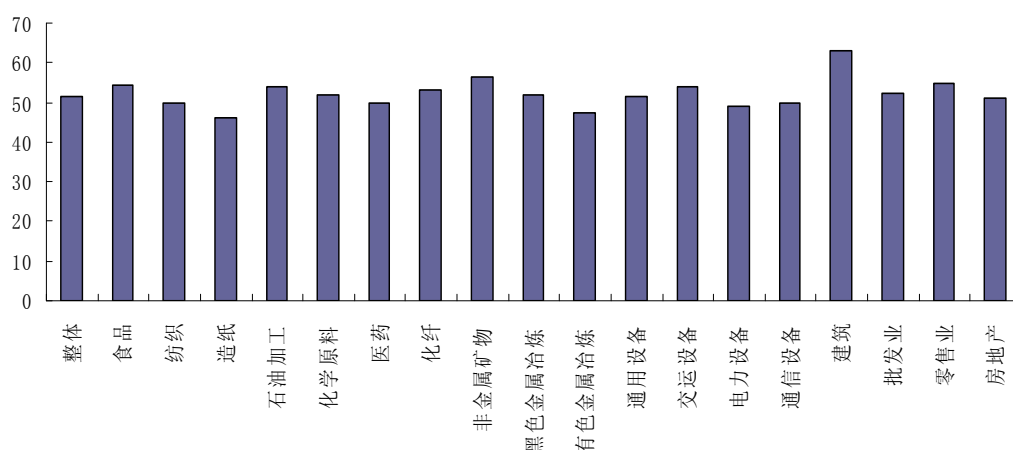
按照我们之前的中国、日本经验比较，在伴随着政策改变预期或者实质变动之后，资本市场进入过渡期的调整在现象上会体现出刚性需求释放动力的减弱，也即日本在 1975 年中期所出现的房地产、汽车内部销量减弱，而调整时间的长短则取决于过渡期中自主性需求也即失业率的恢复时长，美国在 1933 年过渡期中是 2 个季度，而日本在 1975 年中期由于外需增长动力的崛起，仅仅调整了一个季度的时间，而就中国目前而言，失业率尽管没有及时的全面数据，但是 PMI 分项中就业人员的改善，则预示着代表自主性需求恢复的失业率正在呈现欣喜的变化，这在很大程度上意味着，中国的此次过渡期调整，由于就业状况的迅速调整，政策转变与自主性需求之间交接所形成的过渡期，有望缩窄其调整时间，而消费端数据的逐步扩散化，则意味着中国的过渡期正在依托于自身的内部需求而逐步走出。

图 4：中国 PMI 分项中就业人员变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 5：中国 PMI 分行业就业人员变动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

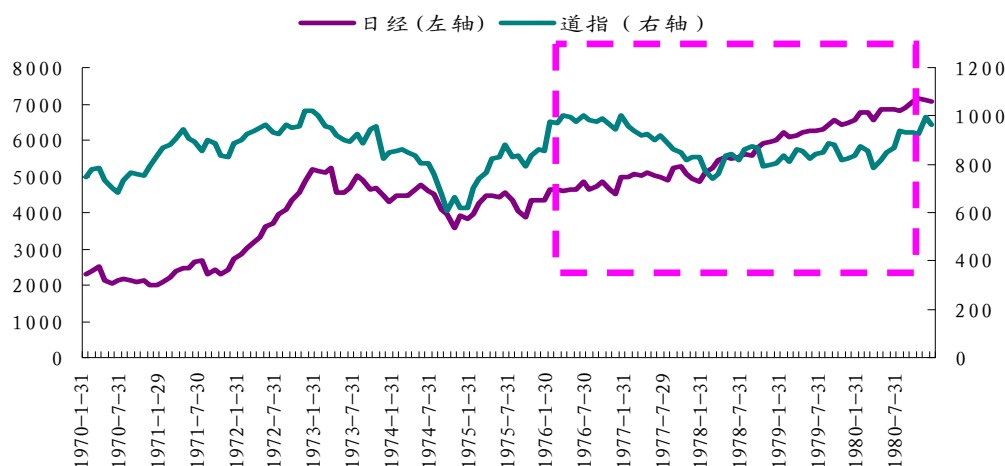
慢牛起步？

可以说，中国此次过渡期的衔接超越了以往的美国（2 个季度）以及日本（1 个季度），庞大的财政实力以及最根本的，中国与发达国家之间需求恢复的时滞暂时性的压抑了成本端，资源诱发通胀压力的缓解给予了最佳的通过投资增加就业的方式，但是这也意味着，中国要经历类似于日本在 1975 年之后的慢牛演绎，仍然暂缺一次经济增长的结构性调整。

我们再次回顾日本经历 1975 年经济调整之后的转变模式，投资增长的波动性以及绝对数值在 1975 年之后都呈现了大幅降低，消费增速与前期相比也有回落，两者也决定了日本工业化步入成熟之后的 GDP 均衡水平逐步降低，但也是恰恰由此出发，投资的弱波动、消费的稳健以及外需贡献的逐步上升，共同从宏观的角度决定了日本后续 5 年虚拟经济的慢牛特征。

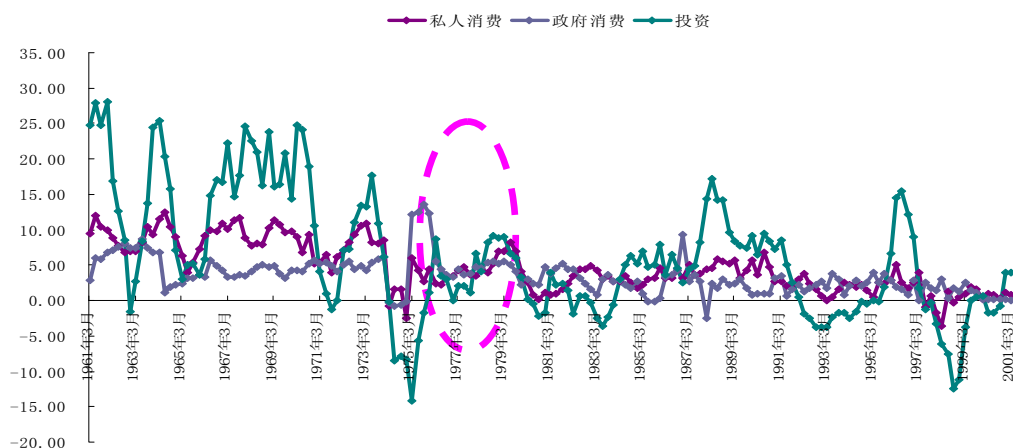
与日本当时相比，我们之所以强调中国目前的慢牛特性并没有达到日本在 1976 年之后的状态，主要是基于目前依然存在的增长结构缺陷，投资的高贡献虽然一定程度上缩窄了中国的过渡期也即失业率触顶时间，但是去产能过程的阶段性逃避却意味着，当国外需求恢复，衰退期中对于资源的依赖性将再次作用于实体经济以及资本市场，这也是我们认为，以 4Q 中国内部逐步扩散的消费性需求为标的，未来的资本市场将伴随着实体经济复苏中的结构性演进，呈现三阶段的特征，而中观产业变动将依据这三阶段中的消费、外需、创新型需求来逐步转变。

图 6： 1975 年之后日经指数呈现的慢牛特征



数据来源：CEIC，长江证券研究部

图 7： 日本慢牛特征中的投资增速窄幅波动



数据来源：CEIC，长江证券研究部

第一阶段：内需的扩散性与外需的弱势复苏

迈出过渡期进入第一阶段的特征来自于：从 09 年 3Q 开始，政府投资增量贡献缩减的预期已经得到逐步验证，而过渡期中环比增长动力的减弱也在 PPI 环比的现象中开始展现，而我

们所提及的迈出过渡期的基础，则伴随着就业状况的改善而在消费范围中大幅扩散，另一方面，外需在发达国家失业率依然处在上升的过程中，环比回升依然有所波动。

美国需求就中国拉动效应的粗略估算

根据我们的测算，美国的不同行业复苏路径对于中国出口的影响大相径庭，这不仅体现在总量上，也体现在中国的不同产业出口复苏所产生的差异上。

根据美国的投入产出结构以及中国的商品出口特点，我们对美国产业复苏对中国各行业出口的影响进行了详细的测算，下表列示了不同行业需求增加 1 美元对于中国出口的影响及拉动。需要说明的是，由于美国产业的复苏通过直接终端需求以及间接的中间投入来拉动中国的出口增长，因此这里的拉动并非与中国的出口行业一一对应，而只是反映了对中国进口整体的影响。

从排名来看，对中国出口拉动弹性最强的行业是纺织服装，1 美元的终端需求能带动中国出口约 0.32 美元，这里主要体现在直接的进口方面。其次如办公设备及计算机、家具、玩具、电子设备、电气设备以及机械设备等均对中国的整体出口带来较大贡献，分别能带动 23.53%，17.71%，11.47%，9.2% 的自中国的出口。再其次主要是塑料橡胶，非金属矿物制品，金属制品，造船，木材及加工等。这些行业对中国出口的带动分别占到 3%-5% 不等，见下表。

表 1: 美国主要产业复苏对中国进口的拉动

分行业	相对拉动力指数
纺织服装皮革	32.18%
办公设备及计算机	23.53%
家具、玩具及其他杂项	17.71%
电子电气设备	11.47%
机械设备	9.20%
塑料橡胶	5.57%
非金属及制品	4.83%
金属制品	4.55%
造船	4%
木材及制品	3.59%

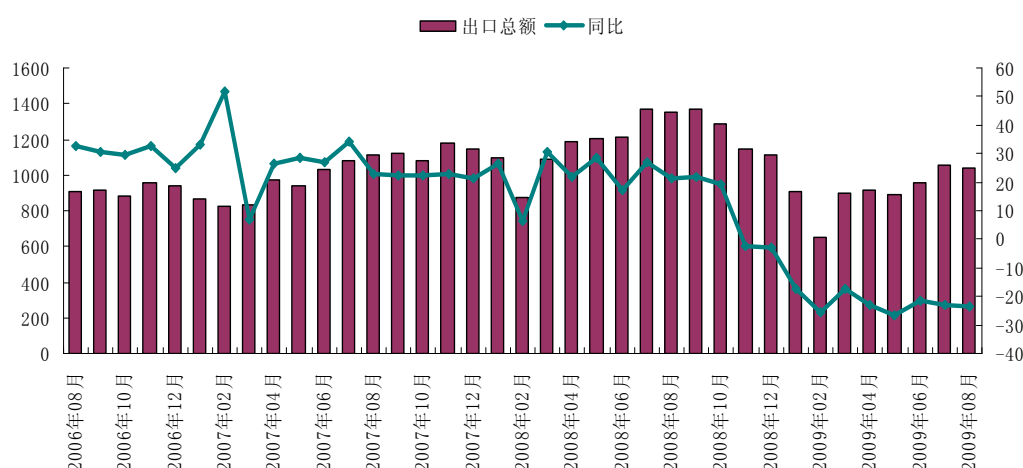
数据来源：长江证券研究部

外需恢复中的行业弹性差异

上述部分的测算更多是涵盖美国终端需求恢复中的整体拉动效应，其实在中国整体经济已经经历了 09 年初的库存调整之后，行业间的调整模式已经愈来愈受制于终端需求的恢复进程，考虑到资本市场在外需恢复中对于政策挤出效应的忧虑，我们寄希望于能够找到在外需弹性大并且内部政策效应依赖小的行业。

中国的出口增长在 5、6、7 三月曾经出现过短暂的企稳并且环比增长有所回升，我们以 PMI 中分项的新订单-出口订单指标，衡量在出口有所回升背景下，出口订单的相对乐观程度，而中观行业 5、6、7 三月的均值与整体 PMI 间的比较，更能体现出，一方面，出口有所回升对于行业订单的贡献程度，另一方面，新订单-出口订单的差值大小也能体现出内部政策效应的依赖性。

图 8：中国出口在二季度有所企稳



资料来源：长江证券研究部

从最终的拟合效果来看，符合我们意向中的行业理解，在外需有所回升的 5、6、7 三月，黑色金属冶炼、电力设备、非金属矿物制品的新订单-出口订单要远高于整体 PMI 均值，意味着外需拉动的订单效应要明显弱于内部的投资扩张，而石油加工、有色金属冶炼、化学原料、化纤、交通运输设备在外需企稳的背景中，出口订单的恢复程度要好于行业平均，因此，当四季度美国缓慢补库存的开始，工业生产领域中的上述行业才值得重点关注。

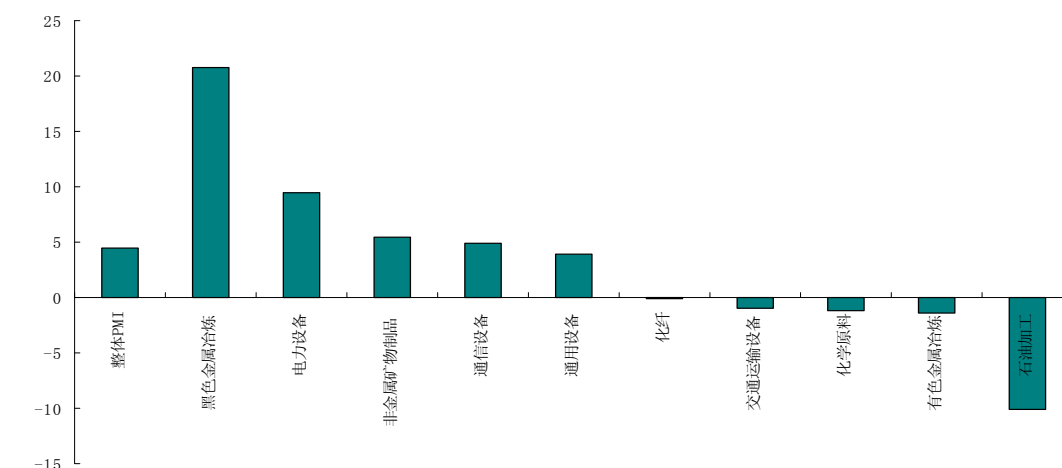
表 2：PMI 分项中新订单与出口订单的横向对比

新订单-出口订单	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
制造业整体	11.3	7	7.1	7.5	6.1	4.1	3.4	4.2
石油加工	-5.3	-6.8	8	-1.3	6.4	-22.5	-14.3	3.6
化学原料	2.7	13.9	6.7	1.9	5.4	-5	-4	5.2
化纤	5.4	14.8	12.1	16.3	3.6	0.5	-4.4	-7.8
非金属矿物制品	3.6	-1.2	17.5	13.1	12.4	6.4	-2.7	0.2
黑色金属冶炼	22.5	19.5	13.4	19.8	16.7	22.6	23.1	12.5
有色金属冶炼	2.1	27.2	4.9	17.5	-6.5	7.6	-5.3	4.7
通用设备	3.7	15.5	11.8	17.3	-5.9	7.2	10.5	27.7
交通运输设备	11.7	17.1	20.2	12.8	6.1	-8.2	-1	-3.6
电力设备	6.3	2.7	3	3.3	10.1	6	12.5	2

通信设备	10.2	7.1	-3.3	1	7.3	2.6	4.8	2.3
------	------	-----	------	---	-----	-----	-----	-----

资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 9：重点中观行业 5、6、7 月新订单-出口订单均值的比较



资料来源：CEIC，长江证券研究部

制造业中盈利增长的分化

依托于第一阶段中经济增长动力由政策引致性投资，逐步转变为消费需求的扩散以及外需的逐步恢复，进一步结合外需中各行业订单的弹性分析，我们对于相应的制造业盈利增长预期也开始呈现分化。

廖想我们在 08 年初撰写年度报告的时候，曾经开创产业链的分析方法来构建中观的盈利增长预期思路，而在经济周期的下行过程中，首先是毛利率的触底回升、再次是依托于终端需求的量化概念，中国 09 年初以来的中观领域利润复苏过程也遵循此种规律：

上游采掘行业虽然跟随整体趋势利润增长呈现明显的触底反弹，但是与 08 年上半年的高峰期相比，目前盈利状况仍然存在较大差距，而其中，受益于国内年初政府基建引致的高投资增长，非金属矿采相对表现优异。

表 3：上游采掘盈利恢复最为缓慢

行业	有色矿采	非金属矿采	煤炭开采	石油天然气开采	黑色金属矿采
2008 年 02 月	502896.8	131299.6	1750455.6	7883470.4	678375.3
2008 年 05 月	1153532.6	343385.4	4731855.4	12465965.4	1731791.7
2008 年 08 月	1164758.4	443096.4	7412523.7	14511649.8	2067482.2
2008 年 11 月	818774.1	371731.1	6105292.2	10795508.5	976970.5
2009 年 02 月	201338.3	113219.1	2059878.8	1093196.0	234085.7
2009 年 05 月	564600.0	325766.0	4722363.8	3842189.8	455269.7

2009 年 08 月	799285.2	361677.1	5500306.6	6053777.1	1013109.2
利润相对高点占比					
2009 年 02 月	40.04	86.23	117.68	13.87	34.51
2009 年 05 月	48.95	94.87	99.80	30.82	26.29
2009 年 08 月	68.62	81.62	74.20	41.72	49.00

资料来源：CEIC，长江证券研究部

相比较而言，受益于上游行业价格的相对低端，中游原料行业的盈利增长恢复与高点时期相比，均衡化的复苏节奏较为明显，而其中，化学纤维、非金属制品行业的盈利增长已经同比正增长，主要受益于终端需求中纺织的相对稳定以及高昂的政府投资。

表 4：中游原料行业盈利增长恢复均衡

行业	有色冶炼	化学原料	化学纤维	黑色冶炼	非金属制品
2008 年 02 月	1215692.3	2145808.1	114360.1	2606069.6	1079935.4
2008 年 05 月	2983829.0	5599121.3	257430.5	7102444.4	2830756.9
2008 年 08 月	2233291.8	5645181.5	99521.2	6624484.4	3408420.0
2008 年 11 月	77719.1	1717942.2	-131135.6	-1583019.2	3222181.0
2009 年 02 月	-192958.1	1076503.0	-12688.4	-76902.1	1059256.8
2009 年 05 月	1156920.4	4704785.0	266679.9	341100.9	3322158.6
2009 年 08 月	1862713.8	5132210.4	437823.8	4282083.4	4225997.5
利润相对高点占比					
2009 年 02 月	-15.87	50.17	-11.10	-2.95	98.09
2009 年 05 月	38.77	84.03	103.59	4.80	117.36
2009 年 08 月	83.41	90.91	439.93	64.64	123.99

资料来源：CEIC，长江证券研究部

与我们所总结过的现象所类似，中国 09 年初以来的盈利增长恢复在下游加工制造业中最为明显，其一方面受益于上游、中游相对而言的价格回落，另一方面，政府庞大财政投入以及消费需求的稳定性，则提供了最佳的需求保证。

虽然 09 年初以来上游价格已然出现反弹，但是就目前的状态而言，并没有起到类似于 08 年初期的利润挤压，而决定行业利润的核心因素其实是源于终端需求的恢复程度，这也构成了中游行业中非金属制品与其他的差距，而依据美国消费弱势复苏中的行业弹性比较，就第一阶段中内需的逐步扩散与外需的弱势复苏而言，最具盈利恢复可能性的应该就是在化工。

表 5：下游加工行业盈利增长恢复迅速

行业	食品	交运设备	专用设备	通用设备	纺织	通信设备	电气机械
2008 年 02 月	676843.6	2292173.7	880452.0	1474556.2	755166.6	1749543.5	1458503.3
2008 年 05 月	1153621.6	5903295.9	2244322.3	3504213.3	1817841.2	3420981.7	3548964.0
2008 年 08 月	1190041.8	5134345.1	2127897.5	3755289.5	2109999.9	3739872.8	3870211.7
2008 年 11 月	914116.7	3796090.0	1962190.9	3289209.9	2066514.7	3410287.5	3648681.3
2009 年 02 月	791389.0	1427344.4	762404.9	1446070.8	666156.9	67905.6	1275971.8
2009 年 05 月	1375508.1	6219349.1	2453723.3	3433185.8	1826422.2	2743592.5	3862217.8
2009 年 08 月	1528995.9	7620408.5	2656490.0	4484987.6	2433333.2	3935126.4	5000265.1
利润相对高点占比							
2009 年 02 月	116.92	62.27	86.59	98.07	88.21	3.88	87.49
2009 年 05 月	119.23	105.35	109.33	97.97	100.47	80.20	108.83
2009 年 08 月	128.48	148.42	124.84	119.43	115.32	105.22	129.20

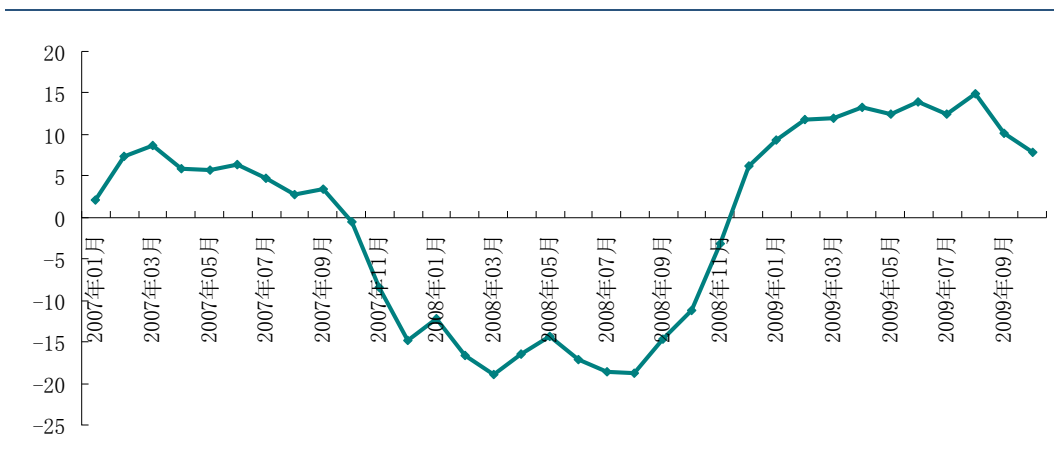
资料来源：CEIC，长江证券研究部

小结：银行的配置价值与地产的分歧

结合相应的中观制造业利润结构分析，我们可以总结出，在消费逐步扩散而中国之前的增长点外需仍旧处在弱势复苏的背景中，政府投资的下降与民间投资尤其是房地产投资的回升应该处在平衡状态，以此，三驾马车所引领的终端需求依然有上升的空间。

而另一方面，作为经济周期低谷中行业利润复苏的前提条件，成本的下降目前来看并没有达到形成企业利润负增长的程度，毕竟在整体需求依然比较低迷的状态下，制造业普遍存在着大量的过剩产能，这也就是意味着，与上一轮周期中 2007 年 3Q 相类似，银行业的配置价值在第一阶段正在上升。

图 10： PPI 分类中原料-采掘所近似代表的成本端受益程度



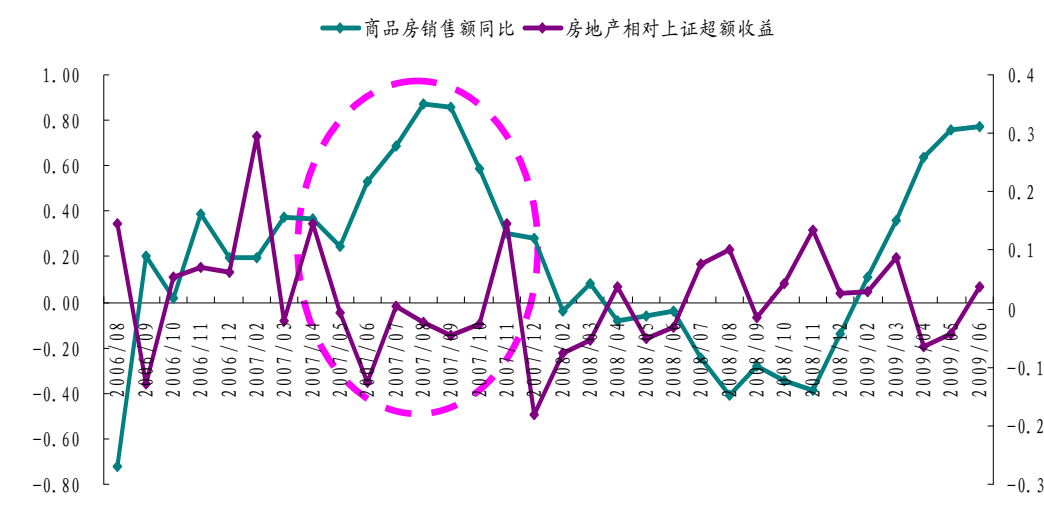
资料来源：CEIC，长江证券研究部

另一方面，A 股市场中另一个主流板块的房地产分歧正在趋于上升，毕竟在外需尚未恢复的

背景下，以中国目前的增长方式我们依然坚信其不会在短时间内出台全面性的收紧措施，而结构性的政策调整方向可能就在于资产价格上升以及货币效应最为明显的房地产身上，当然，从我们金融工程部结合上一轮周期中的房地产表现来看，即使在房地产销量能够维持前期水平的基础上，房地产板块已经很难再获得持续性的超额受益。

因此，就第一个阶段的资本市场特征而言，内需中消费伴随着就业状况好转所呈现的扩散是主要的支撑力量，而制造业整体利润依然缓慢恢复的态势则决定了银行业具备一定的配置价值，当然，政策中衍生的结构性调整所带来的房地产分歧，则决定了市场的上升空间需要另一个额外因素，也即外需逐步恢复的带动，当然在这一过程中，我们首选的周期性行业是化工。

图 11：与上一轮繁荣期类似的房地产超额收益与商品房销售额同比增速比较



资料来源：CEIC，长江证券研究部

第二阶段：全球需求恢复——资源品的最后疯狂

第一阶段的过程延续有望至 2010 年初，而就全球经济而言，步入 10 年上半年，所面临的共同现象即是各发达国家失业率触顶所引致的真实消费回升，而考虑到此次基钦周期中，发达国家的去库存过程极为漫长，由此，当真实消费开始隐现时，预计相应的补库存力度则会放大这一过程，第二阶段的宏观意向——全球真实消费需求回升有望在 2010 年二季度展现。

美国失业率触顶引致的真实消费回升

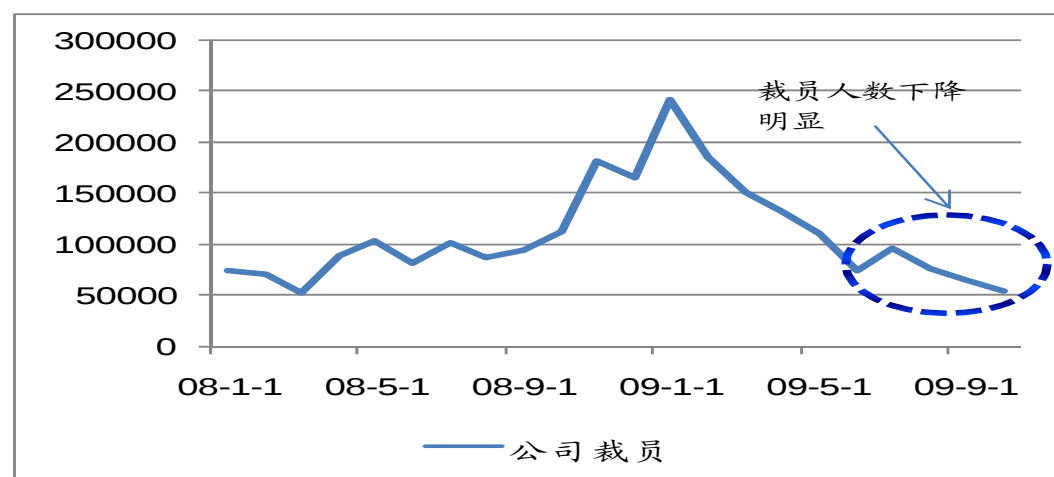
依据新公布的就业数据，10 月美国非农就业人数减少 19 万，差于市场预期的 17.5 万，但对 8 月和 9 月的非农就业人数总和进行了修正，修正后的数字较先前公布的增加了 9.1 万人，同时还公布了 10 月份的失业率，上升至 10.2%，高于市场预期的 9.9%，创 26 年新高。

对此，我们认为尽管 10 月的非农就业及失业率数据表现差于预期，但伴随美国此轮弱复苏格局的确立，劳动力就业数据出现反复是符合我们预期的：

首先，虽然 10 月的失业率超过之前市场普遍预期的 9.9% 的最高点，但我们认为随着购房退税计划以及领取救济金时间的延长对消费的支撑作用在未来半年的体现，企业再次出现较大

幅度的裁员可能性不大，相反裁员的幅度将会收窄，因此，失业率继续大幅走高的情况不太可能发生。根据美国就业咨询机构 Challenger, Gray & Christmas 最近公布的调查报告显示，美国企业 10 月计划裁员人数实现了连续三个月的下降，10 月计划裁员人数较 9 月减少 16% 至 55,679 人，基于以上看法，我们将失业率的预期进行小幅上调，认为失业率将见顶于 10.4%，预计可能出现在明年一季度；

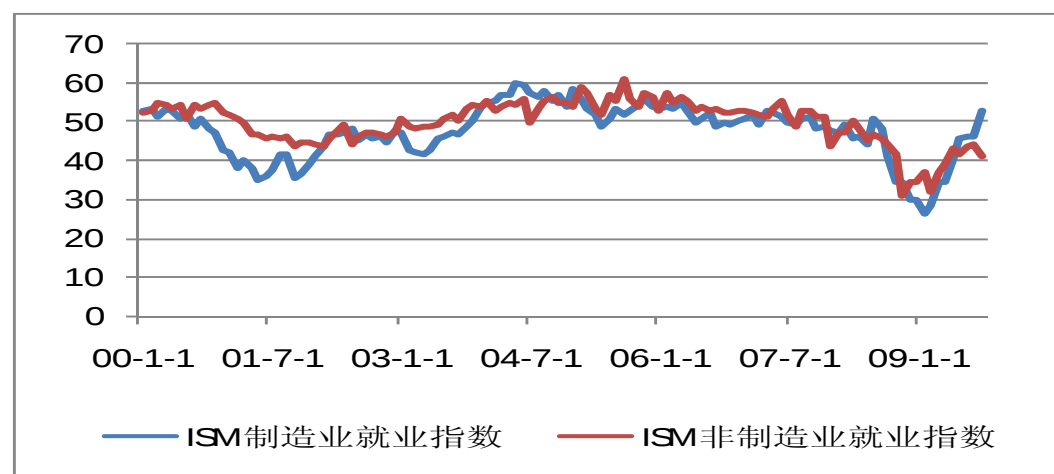
图 12：咨询机构 Challenger, Gray & Christmas 调查显示企业计划裁员人数



资料来源：CEIC，长江证券研究部

其次，对于失业率新高的解读，我们认为这还是符合我们之前预期的，美国 10 月其他的就业数据有些也有好于预期的表现，如首次申请失业救济人数的减少以及 ISM 就业指数上升超过 50 的分水岭。我们认为就业数据之所以出现的反复恰恰体现了美国当前经历的“无就业、无信贷、无通胀”的三无式弱复苏格局，FED 周五公布的消费信贷数据也说明了这点，9 月消费信贷的下滑 148 亿美元，超过市场预测 100 亿美元，连续 8 个月下降，这表明去杠杆化仍旧在继续，消费开支的意愿不太强烈，先前早些公布的 9 月生产者物价指数也有出现超于预期的降幅；

图 13：ISM 制造业与非制造业就业指数



资料来源：CEIC，长江证券研究部

最后，针对众议院周五通过法案，延长失业救济金的领取时间至明年6月，我们认为这将对美国未来半年的就业市场形成一定得支持力，结合同时通过的购房退税计划的延迟法案，未来6个月美国GDP的增长可能会较先前的预计相对较好。

总的来说，尽管美国10月失业率超预期高点的达到10.2%，但就业市场数据反复表现再次证明美国所处的弱复苏格局，我们认为未来美国居民去杠杆化的进程仍将继续，消费出现V型猛烈反弹的可能性不大，但是受美国失业救济时间延长等刺激政策的持续，缓慢的消费复苏以及GDP增长或将成为一个大概率事件。

浓缩型周期：长波衰退的资源约束并未解决

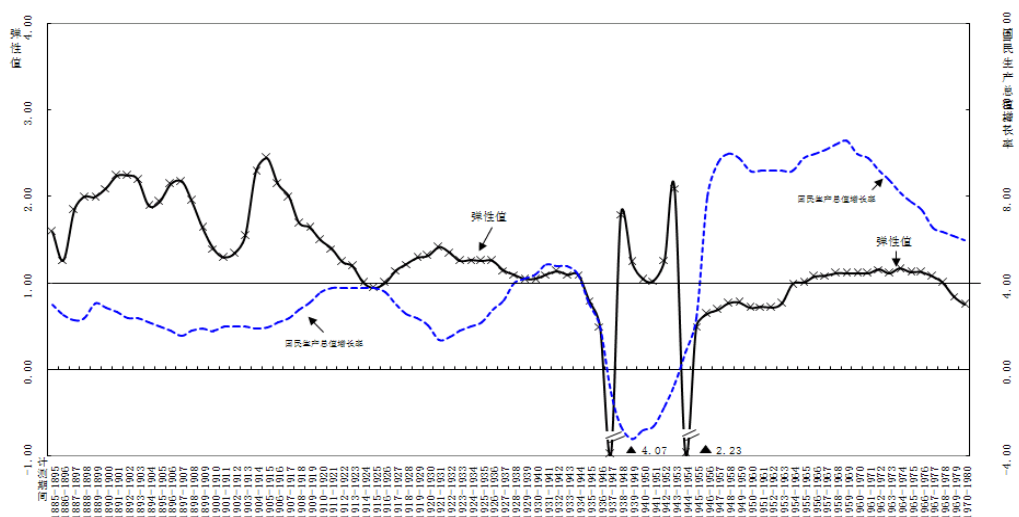
外需的逐步恢复是第一阶段向第二阶段转化的关键，而伴随着三大动力的依次回归均衡增长，那么政策可能也将回归正常水平，内在的促发因素显然是来自于通胀水平可能的脉冲性走高。

我们曾经在《资源约束、信用膨胀与美元币值》的报告中提及过，木船久雄研究了日本与美国的一次能源供给对国民生产总值的弹性值，他认为，长期来看，能源与经济增长的关系可以从以下几点理解。

其一、从超长期来看，弹性值集中于1，在约100年的时间里，尽管出现了重大的产业和社会结构变化，作为生产要素及作为家庭最终消费的能源消费合计增长率与经济增长率是近似的。

其二、弹性值是极不稳定的，在弹性值受到较多的干扰的时期都是经济增长率水平急剧下降的时期。

图 14：日本一次能源供给对国名生产总值的弹性值



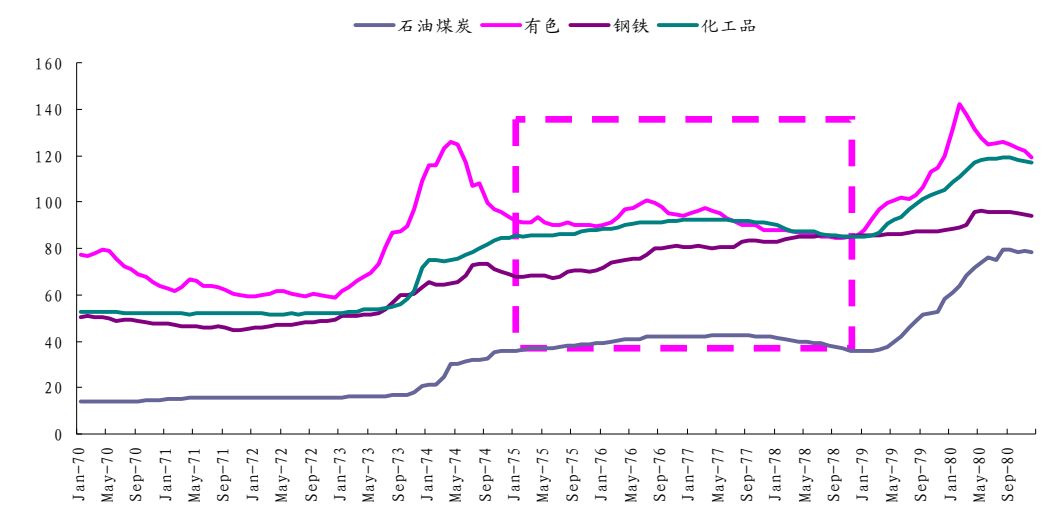
资料来源：木船久雄，《经济的长期波动与能源》

上述两点实际上指出了一个事实，就是能源消费本质上是跟随经济增长的，一方面，经济增长会带来需求的增加，在供给约束情况下，带来价格上涨。但是，另一方面，能源的需求也不可能脱离经济增长而体现出所谓的绝对稀缺性，能源的供给在出现了需求的预期之后是可以得到缓解的。因此，我们认为能源不存在脱离经济基本面无休止上涨的可能。

但是，对于我们需要理解的为什么在经济衰退之后依然出现一定时期的能源价格上涨呢，这个就存在着能源消费的惯性规律问题。对此，木船久雄解释道“日本即使在石油危机之后，尽管能源价格发生了变化，但是，战后近 30 年培植起来的多耗能产业和消费结构也难以因价格变化而急速转换。1960 年代末到 1978 年前后，日本弹性值超过 1，正是由于这一时期是带有前一时余韵的惯性时期。

而显然，在日本处于工业化中后期的 1970 年代，投资的高度依赖性决定了其对于资源的强大敏感性，中国在 09 年初的 GDP 恢复中显然也存在此种情形，那么当第二阶段中，全球需求开始出现明显改善时，相信资源约束对于投资的压力也终将显现。

图 15：日本 PPI 分类中商品价格指数在投资回落背景下窄幅波动



资料来源：CEIC，长江证券研究部

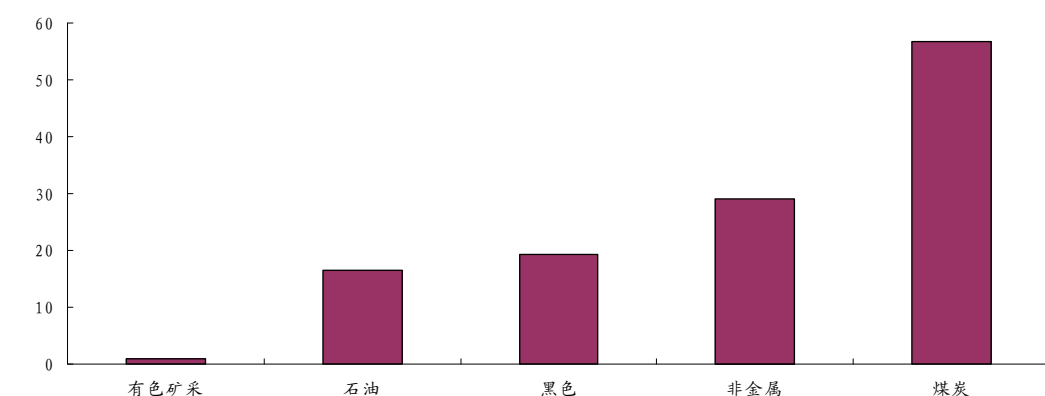
成本推升压缩利润的演绎经验

我们一直在冥想中国要想达到类似于日本在 1976 年之后慢牛特征的关键，目前来看就是一个如何降低投资增速的问题，而伴随着二季度外需的逐步好转，相信 09 年浓缩型周期中以政府投资为主导的方式也将在资源价格再度上升的背景下，面临回落的压力。而在这一过程中，其与 08 年初期成本推升压缩利润的方式也有些不同。

由于 08 年中大部分制造业的盈利高点均是出现在 5 或者 8 月份，我们从环比增长的角度来衡量其盈利高点出现的时点：依然采取上、中、下游的产业链划分模式，可以发现，普遍而言，在成本推升压制经济周期的关系中，中游原料行业的盈利增速下降最快，而下游制造业的盈利增长由于更加靠近终端需求，相对而言，波动较小，而上游行业一方面盈利增长的高点基本慢于中游，但是波动性则要明显强于下游制造。

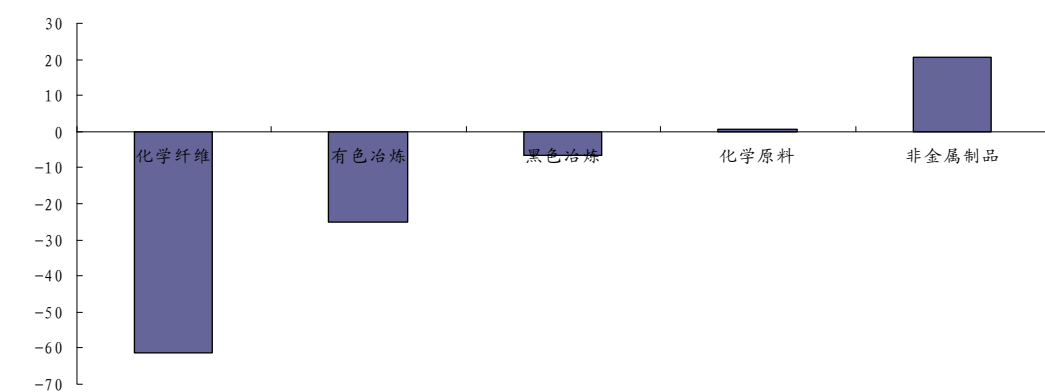
此种规律符合我们曾经研究过的日本在 1975 年时的基本经验，成本传导遵循自下而上的客观规律，而在这一过程中，受制最明显的则是中游，作为典型的工业化国家，中游行业的盈利能力与资本市场以及实体经济的关联性最高，因此，在成本快速上升的初期，配置的机遇源于上游资源，而中游是最该值得警惕的，而当中游盈利增长开始回落时，上游资源的大幅回落也将就此展开，而下游制造业相对而言，当中、上游成本开始回落，而最终端的消费需求开始恢复时，其应该是最具前瞻性的行业。

图 16: 上游采掘制造业盈利高点出现的时点



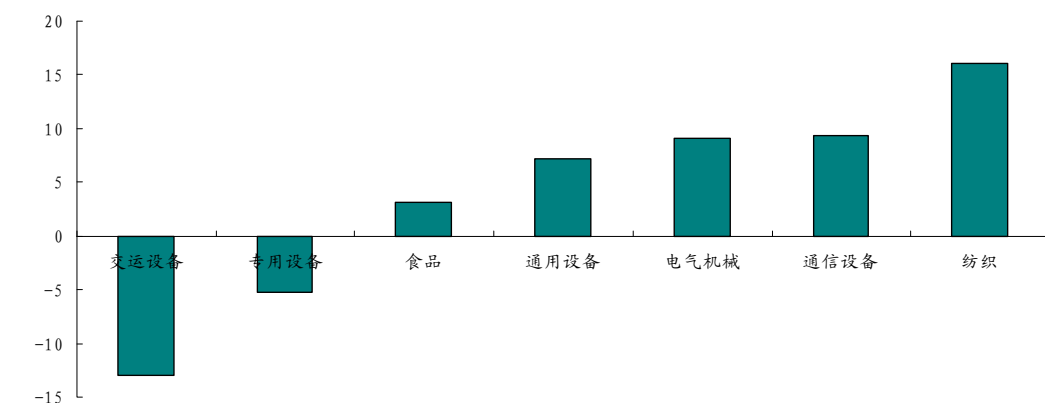
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 17: 中游原料行业盈利高点出现的时点



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 18: 下游加工制造业盈利高点出现的时点



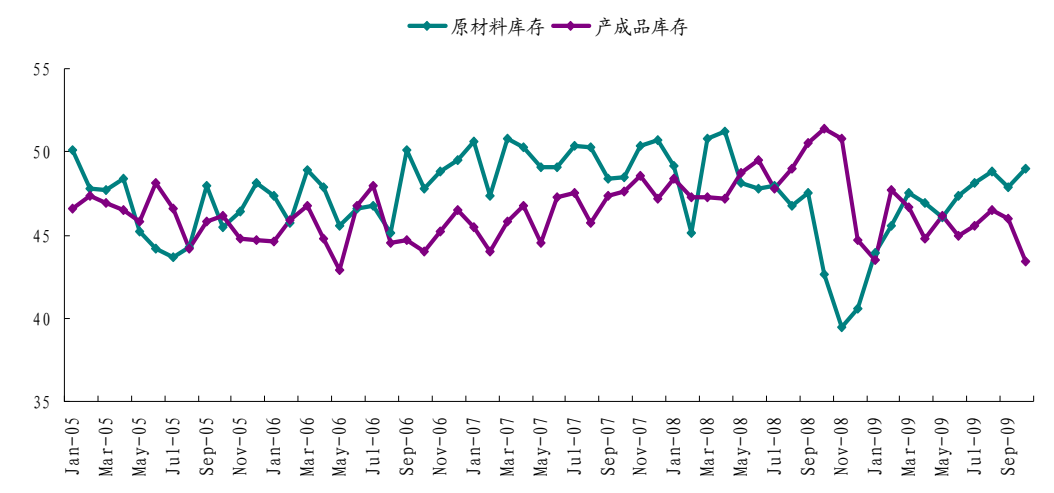
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

小结：浓缩型周期中的政策敏感性

通过成本推升压缩利润的经验借鉴，我们已经大致了解这一类似过程中的配置差异，但是由于利润变动的滞后性，资本市场的超前性需要更为及时的指标，而月度公布的制造业 PMI 分项中的原材料和产成品库存则预示着判断成立的先导现象。

由于成本推升似的利润周期收缩方式，本身蕴含着成本自上而下的传导方式，因此 PMI 分项中的原材料、产成品库存指数应该具备极强的指导意义，以 08 年为例，盈利周期的顶部伴随着一种现象，原材料库存的降低以及产成品库存的上升，而这也从本质上体现出，终端需求不足所引致的原材料采购动力下降，而另一方面，产成品的销售难度也在上升。

图 19：PMI 分项中原材料存货与产成品库存的周期预示

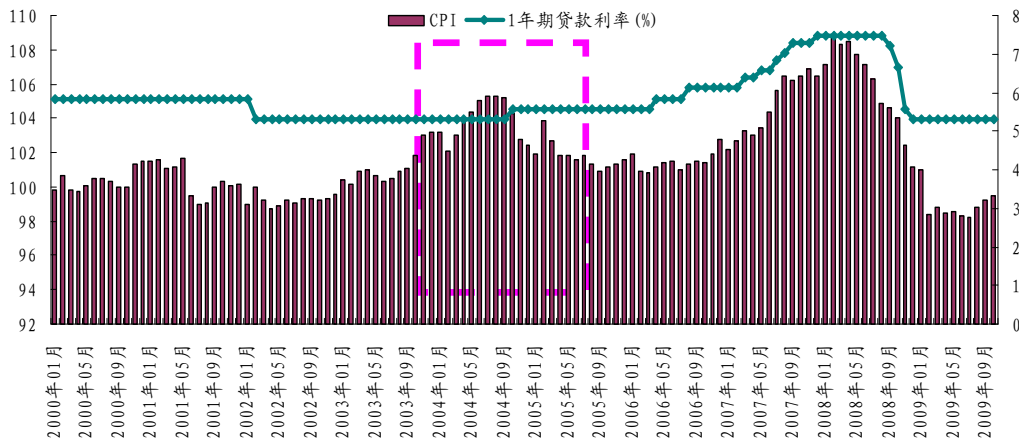


资料来源：CEIC，长江证券研究部

从中观的角度，我们需要观测的是三大行业，其一是有色，我们曾经提到过有色极强的经济敏感性，一方面是来源于长鞭效应也即库存累积效应，另一方面则是工业金属的属性，当原材料库存开始下降时，有色应该是反应最为敏感的；其二是中游原料中的化纤，由于原油价格上升的滞后性以及终端纺织价格传导能力的弱势，化纤应该是中游盈利压缩最为显性化的行业；其三是下游制造业中的交运设备，其可选消费的选型也预示着较强的消费敏感性。

当然，我们对于 08 年经济周期拐点的行进极为深刻，政府收缩政策一直持续较长时间，而相比较而言，此次浓缩型周期的特殊性在于，政府投资在终端需求中贡献了极大的力量，因此，一旦通胀水平伴随以油价为代表的资源品再次上升时，政策回归均衡化的过程对于经济尤其是投资的下行压力相比 08 年将更为迅速，因此第二阶段中伴随资源价格的再度上升，脉冲似的调整方式也将展现。

图 19：中国 04 年时期 CPI 与政策收缩之间极强的敏感性



资料来源：CEIC，长江证券研究部

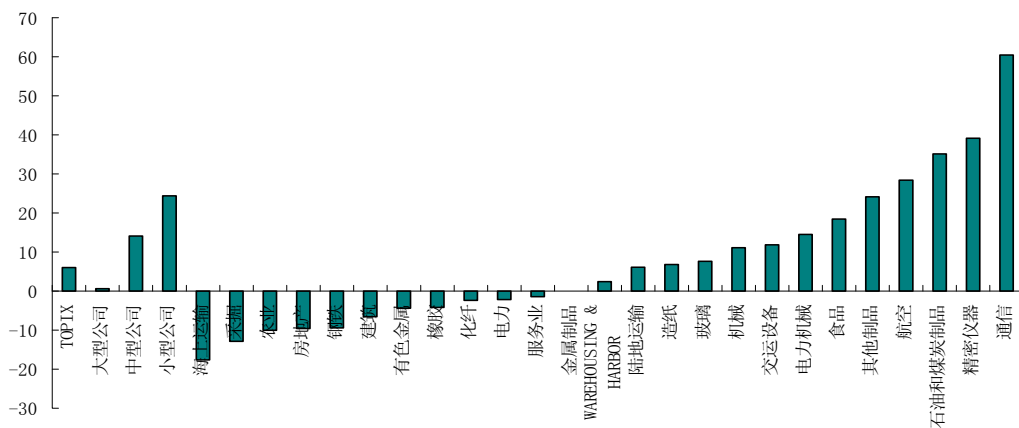
第三阶段：本币升值与慢牛起步

第二阶段的调整主基调，其实本身孕育着第三阶段，当投资增长回落到合适水平时，资源价格终将过渡到平稳阶段，而外需和投资依赖性降低、消费依赖性加强，则意味着，本币升值对于实体经济的贡献是上升的，慢牛的特质也即第三阶段无疑将会显现。

日本 1976-1980 年期间慢牛特征的市场表现

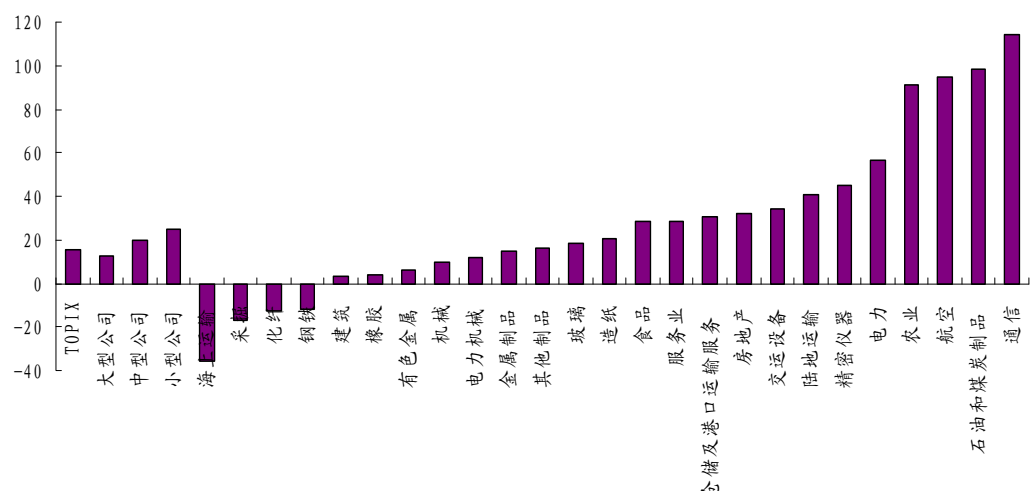
在经历 1975 年触底反弹以及最终的过渡期之后，日经指数在 1976 年取得低于 10% 的正收益，而小型公司要明显的优越于中、大型公司，而优势行业则集中在通信与精密仪器；我们进一步放大时间跨度来衡量慢牛期间的市场表现，小型公司所体现出的成长性使其在慢牛特征的市场风格中依然最受投资者关注，而优势行业则带有明显的消费性质，撇除代表先进制造的相关产业，采掘以及传统的制造业均表现落后。

图 20：日本 1976 年资本市场行业及大、中、小型公司表现



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 21：慢牛特征中市场行业及大、中、小型公司表现



资料来源：CEIC，长江证券研究部

日本慢牛特征中的产业结构演进

在石油冲击后，从各行业利润占总利润的比例变化看，日本在当时受益于价格上涨的矿业和电力、热力和水的供应业占比提高，而作为未来主导产业的电气机械、输送机械的利润占比也开始提高；而受益与消费升级的服务业和零售业占比也开始提升。而高耗能、高资源消耗的化工、纤维、一般机械和钢铁业，以及批发业的占比出现大幅降低。

表 6：石油冲击后利润占比提高的行业

年份	矿业	电气机械	输送机械	运输与通讯	电气水运	服务业	零售
1965 年	2.93%	8.06%	7.84%	6.09%	9.49%	1.96%	8.84%
1970 年	-0.60%	23.56%	8.96%	3.14%	9.98%	20.56%	2.13%
1973 年	2.23%	11.42%	4.27%	3.87%	1.73%	4.19%	8.06%
1974 年	9.44%	9.96%	2.40%	0.48%	4.06%	4.08%	13.68%
1975 年	-656.76%	-229.73%	-210.81%	78.38%	-302.70%	-108.11%	-737.84%
1976 年	19.69%	40.46%	21.86%	1.52%	19.47%	13.90%	10.42%
1977 年	9.39%	30.15%	22.01%	7.41%	22.33%	13.93%	4.54%
1978 年	6.90%	18.30%	12.75%	5.02%	11.61%	14.04%	5.21%

资料来源：日本统计年鉴，长江证券研究部

表 7：石油冲击后利润占比下降的行业

年份	一般机械	纤维业	化学工业	钢铁业	批发业	房地产业
1965 年	3.88%	0.59%	14.02%	4.12%	3.69%	1.03%
1970 年	15.48%	0.52%	2.00%	1.26%	-17.23%	2.03%
1973 年	5.90%	0.72%	1.38%	1.09%	27.24%	8.74%
1974 年	11.00%	-0.41%	1.76%	1.43%	16.62%	1.15%
1975 年	-237.84%	71.35%	-8.92%	101.08%	2202.70%	867.57%
1976 年	5.57%	-0.29%	1.97%	-0.99%	-34.02%	-13.46%
1977 年	8.45%	-0.75%	1.44%	-1.63%	-25.98%	-3.65%
1978 年	6.35%	-0.21%	1.48%	0.69%	-0.42%	-2.64%

资料来源：日本统计年鉴，长江证券研究部

另一方面，日本产业结构的顺利调整与当时的产业政策改变密切相关，日本在石油危机后的产业结构调整或者说国民经济的发展大略主要围绕两个方面：一个是对结构性萧条行业进行危机处理，一个是对新兴主导产业的扶持与技术创新的重视。对于新兴主导产业的寻找与扶植则是日本石油冲击后新增长模式和结构调整的战略重点所在。从其背景看，日本过去 20 年的高增长，污染和能耗、劳动力和生产要素成本提升而积累的产业结构调整等问题日益积累，必须创建新的模式纠正这些弊端，而未来经济发展关键的是以产业技术革新为主，这要求必须解决基础研究、开发应用研究、技术创新体制和关键技术的自主化等问题。

在石油危机后其产业政策的重点为建立大型化工业技术的研究开发：1、新能源技术研究开发（阳光计划）、节能技术研究开发（月光计划）和环保技术开发，提高国民的生活质量；2、提升日本国际竞争力的主导产业的技术突破；3、开发新一代产业与未来技术领域的突进；4、通过技术规避国际贸易摩擦；5、推进了医疗和福利器械的研究与开发。在产业政策上重点扶持信息产业和特定机械工业、飞机产业和原子能开发。努力促进以电子工业为中心的技术变革，帮助企业从模仿向创造转变，并实施出口导向和大规模生产导向。并通过建立国家级工业技术研究院，集中全国力量进行技术突破和技术全面化。

小结：本币升值的真正意义所在

从发展中国家尤其是追赶型国家的发展经验中可见，本币升值往往成为历年以来资本市场的伴随因素，尤其是在 90 年代后期套息交易的大肆崛起，资本的大肆流动更是助涨了这一过程，但是以我们的宏观理解，本币升值所体现的汇率变化，更多意义上展现的是经济体之间竞争力的对比，他应该是资本市场或者说实体经济的催生结果，而不是推动因素。

结合日本 76 年之后的产业结构以及经济增长构成，可以发现，在外需动力尚未恢复的第一、第二阶段中，由于经济体依然存在着强大的投资依赖性，因此，升值的真正展现应该是在第三阶段，毕竟这一阶段的过程是衍生于第二阶段的调整之后，投资增长率压低的同时消费的贡献逐步趋于稳定，而在这一背景下，升值对于中国实体经济的影响应该趋于正面，产业结构的调整也应该由劳动密集型向资本密集型转变。

当然，中国和日本当时的最大区别就在于内部体系中消费规模的庞大，而区域之间经济发展的同步性自然比日本在 70 年代相差较大，以此，投资增速的回落的确是成为第三阶段构建的核心，但是也不至于下降到日本在 1976 年之后的 10% 以下，所以中游投资相关制造业虽然长期的盈利增长将放缓，但是具备规模经济或者更靠近城市化较低区域的上市公司仍旧具备投资价值，这也是我们在主题配置中结合区域差异所要提及的分析思路。

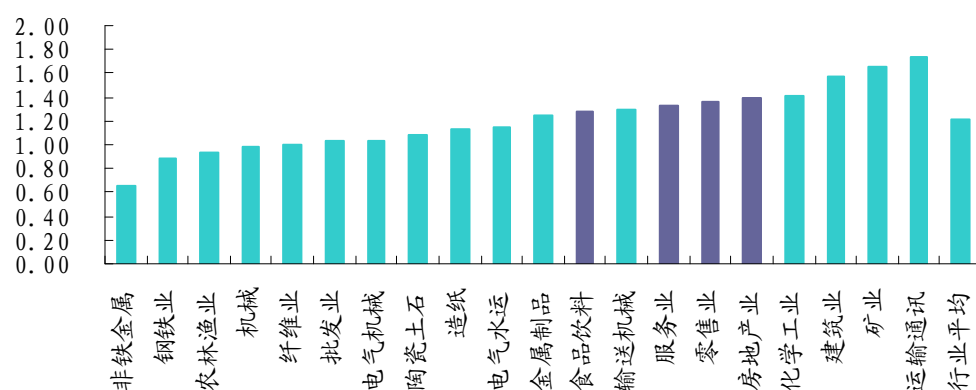
主题配置：区域差异中的需求分化

关于区域分化所引致的需求差异问题，我们在 08 年度的投资策略报告中曾经有所提及，此也被我们视为中国经济能够从 08 年低点迅速回升的关键因素，而目前来看，中、西部之间相关产业的演进正在呈现出类似的欣喜变化。

东部的消费服务与中西部的投资拉动

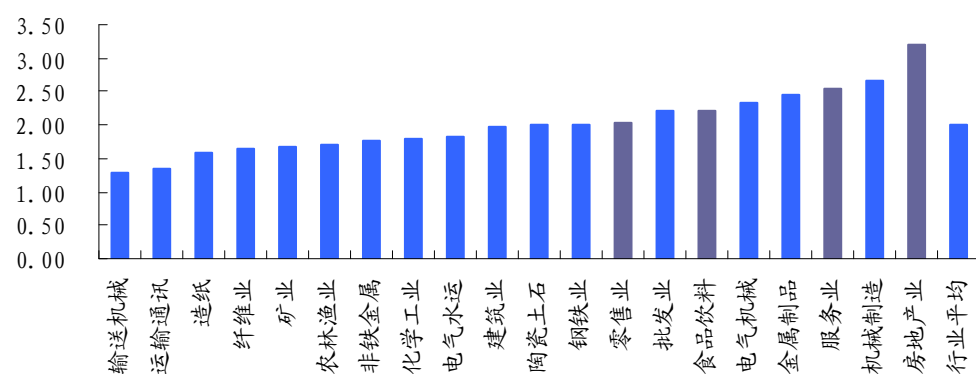
关于城市化进程所引致的行业受益区分问题，我们在 08 年度报告中就已经提及，当时展望中国未来城市化可能的演绎方向时认为，东部沿海地区核心城市过高的城市化率将使其大都市圈的运行过程进一步拓展，也就是呈现城市化率第二阶段的典型特征，而中西部地区则需要农业、医药等促发因素带动下，进一步加速原有的城市化节奏，而这种城市化内生的差异也从根本上决定了中国未来的经济发展包括行业机遇将会呈现明显的区域间分化。

图 22：日本 62-64 年重点行业利润增长水平（以 1961 年为基期）



资料来源：《日本经济新论》，长江证券研究部

图 23：日本 66-69 年重点行业利润增长水平（以 1964 年为基期）



资料来源：《日本经济新论》，长江证券研究部

由于城市化的初始阶段也就是城市化率快速上升的过程中，城市基建投入应该是被视为主要特征，因此中西部地区的城市化进程加快将有利于进一步拓展钢铁、机械、水泥等行业的需求空间；另一方面，就城市化第二阶段也就是大都市圈的形成过程中，我们参照了日本在 1965 年前后的产业利润变化，在分析过程中分别以 1961、1964 年作为利润基数，可以看到，62-64 年以及 66-69 年行业利润增长水平持续高于整体平均水平的集中在零售业、房地产业、食品饮料以及服务业，这是因为作为城市化第二阶段的典型特征，核心城市的服务业加速发

展是其本质。

上海：世博会与迪斯尼的引领

在上海方面，我们前期已经连续出过两篇专题报告来论述上海本地经济和本地上市公司的投资机会。从城市发展来看，上海是中国工业化走在最前列的城市，从阶段分类来看已经走到了工业化后期，大众高消费时代，因此在这样的阶段如何能保持上海经济持续增长实际上已经成为多方关注的一个难题。2010 年的世博会和可能随之到来的迪斯尼这两个大项目有可能成为启动上海新一轮经济增长的引擎。这两个项目对上海经济的影响最重要的是在两个方面，第一个是固定资产投资，第二个是旅游消费的增长。相关数据显示，迪斯尼和世博会的总投资均超过 200 亿，带动当地旅游人数则更为可观，尤其是 2010 年的世博会期间上海预计新增旅游人数 7000 万，而 2007 年的上海市总旅游人数为 10875.59 万人，2010 年至少比 2007 年增加 70%左右的旅游人数，这对经济的刺激作用将是明显的。

表 8：上海迪斯尼和世博会的总投资和吸纳旅游人数

	总投资	预计吸纳旅游人数
迪斯尼	244.8 亿	2000 万/每年
世博会	180+106.8 亿	7000 万/当年

数据来源：长江证券研究部，相关公开信息

世博会以后上海经济会有一个低谷效应，但是如果迪斯尼项目能够顺利开展，那么 2010-2014 年之间的 4 年时间正好由迪斯尼的建设期过渡（迪斯尼项目的建设时间一般为 3-4 年，而上海迪斯尼预计最早 2014 年开始营业）。

表 9：上海市相关经济数据

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
GDP	4771.17	5210.12	5741.03	6694.23	8072.83	9164.1	10366.37	12188.85
固定资产投资	1869.67	1944.73	2187.06	2452.11	3084.66	3542.55	3925.09	4458.61
境内旅游人数	6433	8255	8761	7603	8505	9012	9684	10210
境外旅游人数	181.4	204.26	272.53	319.87	491.92	571.35	605.67	665.59

数据来源：长江证券研究部，相关公开信息

北部湾

北部湾经济区于 2006 年 3 月 22 日成立，随后迅速获得国家各部委力推，并于 06 年 8 月份被中央定为与关中经济区、成渝经济区同列的西部大开发三大重点发展区域。2008 年 1 月，国家批准实施《广西北部湾经济区发展规划》，广西北部湾经济区开放开发正式成为国家战略，将建设成为国家“重要国际区域经济合作区”。广西北部湾经济区处于北部湾顶端的中心位置，主要包括南宁市、北海市、钦州市、防城港市所辖区域范围，同时，包括玉林市、崇左市的交通和物流。土地面积 4.25 万平方公里，海域总面积近 13 万平方公里，海岸线长 1595 公里，人口 1240 多万，2008 年广西北部湾经济区 GDP 达到 2219.7 亿元，对广西 GDP 的贡献率达到 35.8%，而这一占比，按照规划，在 2020 年期望达到 45%。

图 24: 北部湾经济区地理位置



数据来源: GOOGLE, 长江证券研究部

集宠爱于一身的区位优势: 广西北部湾经济区是西部唯一沿海的地区。处于中国 - 东盟自贸区、泛北部湾经济合作区、大湄公河次区域、中越“两廊一圈”、泛珠三角经济区、西南六省（区、市）协作等多个区域合作交汇点，南拥北部湾，背靠大西南，东连珠三角，面向东南亚，西南与越南接壤。是中国沿海与东盟国家进行陆上交往的枢纽，是促进中国与东盟全面合作的重要桥梁和基地。

政策支持: 国家在有关规划、重大项目布局及项目审批、核准、备案等方面，给予北部湾经济区必要的支持，鼓励东部地区带动和帮助北部湾经济区发展；支持北部湾经济区在符合条件的地区设立保税港区、综合保税区和保税物流中心，拓展出口加工区保税物流功能；支持在北部湾地区设立地方性银行，探索设立产业投资基金和创业投资企业，扩大企业债券发行规模，支持符合条件的企业发行企业债券；支持北部湾经济区发挥开放合作示范作用，推动泛北部湾经济合作成为中国——东盟合作框架下新的次区域合作，加强交通运输、海洋产业、农林渔业、能源开发、跨国旅游、生态环保等重点领域规划编制，加快实施合作项目。

北部湾经济区功能定位是: 立足北部湾、服务“三南”（西南、华南和中南）、沟通东中西、面向东南亚，充分发挥连接多区域的重要通道、交流桥梁和合作平台作用，以开放合作促开发建设，努力建成中国-东盟开放合作的物流基地、商贸基地、加工制造基地和信息交流中心，成为带动、支撑西部大开发的战略高地和开放度高、辐射力强、经济繁荣、社会和谐、生态良好的重要国际区域经济合作区。

表 10: 北部湾基本概况及发展规划

	2005	2010 规划	2020 规划		
总人口	1230	1400	1900	土地总面积	4.25 万平方公里
城镇化率	39.23	45	60	07 年 GDP	1778.8 亿

中心城区面积(平方公里)	396	798	1350	07 年固定资产投资占比	16.2%
中心城区之经济开发集中区	0	76	100	07 年三产业占比	38%
中心城区之临海重化工集中区	10	50	86	08 年南宁商品房平均房价	4500
区域交通面积	532	800	950		

数据来源:《广西北部湾经济区发展规划》; 长江证券研究部

为了更好的认识北部湾的现状,我们将其作为一个整体与上海进行比较,既看到差距,同时也能看到未来的发展潜力。从非农人口的占比角度来看,上海的城市化水平是北部湾的 2 倍多。从工业和服务业占比来看,上海第三产业占比超过了 50%,而广西还不到 40%,上海工业产值占比达到了 39%,而广西为 35%,广西二三产业的结构调整升级必然是未来的趋势,北部湾中华工业的崛起和服务业的提升将是未来的重点;从固定资产投资和房地产投资占比来看,都不足上海的一半,可见,未来投资拉动的空间很大;从南宁市和上海市房价的比较来看,上海商品房的价格是南宁的 2.5 倍,这样的价格与其城市化水平还是相一致的。考虑到未来大规模的城市化演进,北部湾的房地产市场将会获得有力的需求支撑。

表 11: 北部湾重要的工业项目和基建项目

北部湾经济区在建项目 (7 个“一千万”项目和两个“一千亿”项目)
中石油钦州千万吨炼油项目
武钢柳钢千万吨钢铁项目
千万亩速生林支撑的芬兰斯道拉恩索和印尼金光集团两大林浆纸一体化项目
年榨大豆千万吨的粮油项目
年产水泥超过千万吨的海螺集团项目
总装机达 1200 万千瓦的电力项目 (沿海三大火电项目+防城港核电项目)
新增吞吐量 1500 万吨的沿海三市 9 个深水公用码头建设项目。
年产值达 1000 亿的电子产业项目 (中电集团北海电子产业基地+富士康集团在广西的投资项目)
投资 1000 亿元的铁路改造和扩建项目。
北部湾经济区拟建项目
中石油钦州炼油厂二期
防城港红沙核电项目
南宁—百色—昆明、南宁—河池—贵阳和通往珠三角方向的南宁—梧州—广州等国家高速公路网项目
南宁外环高速公路
南宁—广州铁路; 湘桂铁路复线; 南宁—柳州城际铁路; 连接中、东部省市并与京广大干线相衔接的高标准、大能力铁路通道; 南昆铁路复线和黔桂铁路扩能工程

南宁、桂林机场扩能改造；北海机场收尾完善
南宁综合交通枢纽。重点建设客运、货运、信息和服务支持四大系统
建设和完善宽带通信网、数字电视网和下一代互联网，积极推进“三网融合”

资料来源：长江证券研究部

2010 年资产配置建议：复苏的结构性演进

2010 年市场策略总结：2Q 开始的震荡调整将成为主趋势

关于人民币升值以及由此衍生的虚拟经济慢牛起步成为 4Q 的推升因素，当然内在的支撑力量源于就业状况好转之后的消费扩散，但是形成类似于日本在 1976-1980 长达 5 年时间的真正慢牛，中国 09 年庞大的投资依赖性依然是最大弊病，伴随着明年 1-2 季度全球需求好转所引致的资源价格再度上升，预计市场的波动将再次展开，而去产能的时间以及此过程中消费的稳定性，则决定了 2010 年下半年能否真正慢牛起步的时点，因此，我们对于 2010 年整体市场的判断是，09 年 4Q 至明年初依然存在逐步的上升空间，但是当 10 年 2Q 美国消费需求伴随失业率好转呈现加强时，周期回落中产能尚未调整的压力将会给予中国资本市场再度的调整压力，而 10 年下半年的慢牛起步时间则着眼于降低投资增速中的消费稳定性。

行业轮动看法：

由于中国在 09 年庞大的财政投资支出，浓缩型周期的恢复方式使得产业轮动的规律并不如传统经济周期，4Q 至明年初的机遇来源于 CPI 转正中所展现的消费进一步扩散，而外需的逐步恢复则是最有可能带来超预期的因素，关注需求弹性较大的化工，当 2010 年 2 季度再度面临资源价格上升的压力时，去产能的集中行业中游制造如钢铁等值得警示，10 年下半年的行业则依托传统周期，靠近终端消费的制造业成为首选，而泛消费行业则是 10 年的整体主题。

表 12：2010 年行业配置建议

超配	标配	低配
农林牧渔	化工	有色金属
机械设备	采掘	黑色金属
信息设备	建筑建材	电子元器件
家用电器	交运设备	轻工制造
食品饮料	纺织服装	房地产
医药生物	公用事业	综合
商业贸易	交通运输	
信息服务	金融服务	
	餐饮旅游	

资料来源：长江证券研究部

表 13: 阶段性的行业配置总结

第一阶段	09 年 4Q 至明年初	浓缩型周期, 政府投资引致的就业状况好转, 消费呈现出扩散性	围绕 CPI 转正衍生的消费扩散化是主要的支撑力量, 而周期性行业首选化工
第二阶段	09 年中期开始	美国失业率触顶引致的真实消费复苏, 资源品尤其是原油价格再次上升	成本压缩利润的方式再次演绎, 只是此次政策敏感性要远强于 07 年, 去政策过程中, 规避上游资源及中游制造业
第三阶段	依托于第二阶段中投资增速的回落, 以及内需的稳定性	经济增长结构的调整, 慢牛的真正起步	泛消费概念

资料来源: 长江证券研究部

分析师介绍

钟华，浙江大学国民经济学专业硕士，现为长江证券策略部资深分析师，研究领域为世界经济及行业资产配置。

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	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@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。