

2010 年 03 月 02 日

2009 年 3 月股票投资策略报告

——追寻中国经济调结构的方向

基本结论

- **两会前瞻：10 大调结构热点猜想。**回顾近几年的两会主要政策，基本上都是围绕着保持经济平稳增长的目标展开，我们认为，今年政策取向可能将从调节经济增长过渡到调整经济结构上来。我们对 2010 年两会期间可能的 10 大热点经济话题进行了分析，并归类在 5 个主要方面：
 - ◆ 经济增长平稳化：1、管理通胀预期
 - ◆ 经济结构内需化：2、调整收入分配方式；3、抑制过剩产能；4、管理信贷增长
 - ◆ 产业结构升级化：5、培育战略型新兴产业；6、大力推进低碳经济；7、调控房地产市场
 - ◆ 城乡结构分散化：8、推进城镇化进程；9、就业难和民工荒
 - ◆ 区域结构均衡化；10、区域振兴
- **中国经济调结构的脉络与方向。**近期的用工荒已经在传递一个信号：中国劳动力从原先的无限供给，开始面临整体性短缺。用工荒某种程度上作为一种经济机制自身的反馈，也在倒逼中国的经济结构转型、产业结构升级、城镇化方式转变。
 - ◆ **城镇化由集中走向分散：**美国、日本的经验已揭示了城镇化的这个路径，集中阶段主要是以工业化与城镇化为主导，城镇化速度较快；分散阶段，转换到第三产业发展对城镇化的驱动，城镇化的速度相对会放慢一些。当城镇化率达到 50% 时，可能会面临这 2 个阶段的转换。
 - ◆ **产业结构向第三产业转型：**一般随着城镇化率的提高，投资率会先高后低，消费率会先低后高；第二产业会先高后低，第三产业则持续呈增长态势。未来中国城镇化伴随的是中型城市崛起，中国的内需型消费服务业将开始进入到长期增长的轨道中。中国的服务业、医疗教育、信息产业未来还有很大的发展空间。
 - ◆ **中国制造升级走新型工业化道路：**在经济转型过程中，制造业结构当中，纺织、钢铁等传统工业的比重将逐步下滑，而信息设备等新兴工业的比重不断上升，构成了制造业结构的优化升级。
- **A 股市场处于中性水平。**从盈利与估值角度看，目前市场处于估值中性水平；从资金面上看，IPO 仍然维持相对较快的节奏，而居民新开户却持续下滑。因此整体市场流动性还是处于相对紧平衡状态。我们认为 A 股市场短期内仍然会呈现出区间震荡走势。在两会期间，预计市场将区间波动，围绕政策动向展开；而之后我们认为市场还需要评估政策退出与经济复苏之间的力量对比，可能还会有政策风险的释放过程。
- **战略性上，我们对调结构予以高度重视。**我们认为中国经济已经走到了转型的拐点上，在这大趋势下，我们投资的总体方向应当与之相匹配。在调结构中，我们重点关注：低碳经济、信息产业（两化融合、云计算）、医药生物、消费升级（餐饮旅游、品牌服装）等。需要提示的是在短期内，这些领域可能存在一定估值较高的压力。

陈东(8621)61038296
chendong@gjzq.com.cn**徐炜**(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn**联系人：朱莉**(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层（200011）

内容目录

两会前瞻：10 大调结构热点猜想	4
中国经济调结构的脉络与方向	9
投资策略：战略性上关注调结构.....	14

图表目录

图表 1：2 月 27 日温家宝总理网络交流主要内容	4
图表 2：中国近几年的政府工作目标与规划.....	5
图表 3：2010 年两会 10 大热点前瞻	7
图表 4：两会期间的股市表现	8
图表 5：两会期间的行业表现	8
图表 6：日本制造业工资增速在 1965-1975 年连续 10 年大幅跑赢 CPI.....	9
图表 7：日本城市化率 1960s 后进入缓步上行模式	10
图表 8：美国城市化率 1920s 后进入缓步上行模式	10
图表 9：中国投资率进一步上行	11
图表 10：2007 年比 1998 年工业中各行业权重提升的幅度.....	11
图表 11：日本从第二产业向第三产业转型	11
图表 12：中国第二产业比重持续维持在高位.....	11
图表 13：中国的产业结构(2007)	12
图表 14：日本的产业结构向服务业转型.....	12
图表 15：美国的产业结构向第三产业转型	12
图表 16：中国工业化率超过了 40%	13
图表 17：中国重工业化结构到达顶峰	13
图表 18：日本 70 年代初工业化率达到顶峰	13
图表 19：日本的制造业结构向电气电子升级.....	13
图表 20：美国工业化率自 1960s 后一路走低.....	13
图表 21：美国的制造业向 IT 设备业转移	13
图表 22：2 月 A 股市场行业涨幅	14
图表 23：AH 溢价指数处于相对低位.....	14
图表 30：A 股市场依然是小盘股表现突出.....	14
图表 31：大盘股折价达到历史最高水平.....	14
图表 24：海外市场在 2 月份普遍呈现反弹走势	14
图表 25：工业金属价格反弹，但库存高企	14
图表 26：美元在 80 关口徘徊.....	15
图表 27：人民币升值预期较为稳定	15
图表 28：上市公司盈利预期.....	15
图表 29：上证指数的估值敏感性分析	15

图表 33：IPO 节奏并未放缓	16
图表 34：居民开户数持续走低	16
图表 32：3 月限售股解禁规模有所回升	16

两会前瞻：10大调结构热点猜想

温总理网络座谈预热两会

两会作为全年重要的政策事件，每年召开期间的议题以及政府工作报告都会成为观察政策动向的重要窗口。尽管一般政策基调都已经在之前的中央经济工作会议上确定，两会更多的是政策的延续和总结，但一些政策的取向变化仍然是3月份市场关注的重点。

在两会之前温总理进行了一次网络座谈，从中我们可以大致了解目前关注度较高的社会经济话题，以及决策层基本的看法。对这一谈话，我们进行了简单的汇总，我们认为目前结构调整的要求愈发强烈，从经济、产业、城乡三个维度进行了整理分析。

- ◆ 经济结构：要转变经济增长方式，不能够再过度依赖出口和投资；要调整收入分配方式，这是培育内需、降低两级分化的必要手段。同时需要加大医疗投入、控制房价在合理水平，以解除居民的后顾之忧。
- ◆ 产业结构：要降低经济对房地产链条的依赖，淘汰落后产能；同时加快发展战略性新兴产业，培育新的经济增长点，尽快实现产业结构的升级与转型。
- ◆ 城乡结构：城镇化仍是未来经济增长的重要动力之一，因此需要通过户籍制度改革，祛除城镇化中的制度性障碍；同时，随着新农民工群体的崛起，中国的劳动力成本趋于上升，消费能力趋于增强。
- ◆ 此外，通胀问题仍然是决策层所密切关注的，并且具有十分的重要性。对于今年的大事件，则当之无愧的是世博会。

因此，我们认为今年确实是中国经济最为复杂的一年，既面临着政策退出与经济复苏之间的博弈，又存在短期恢复性增长和长期结构性调整的要求；随着中国经济进入到转型期，诸多问题开始出现，对政策决策提出了很高的要求。

图表1：2月27日温家宝总理网络交流主要内容

重点讨论话题	主要政策安排
就业	总体上并没有改变就业形势严峻的状况。
经济	今年将是中国经济最为复杂的一年。处理经济平稳较快发展，结构调整、转变发展方式和管理好通胀预期三者之间的关系。
收入分配	注重提高居民收入在国民收入中的比重，提高个人工资收入在初次分配中的比重。
房地产	最关心的问题。第一，增加保障性用房。第二，要鼓励和支持人们购买自住房和改善性用房。第三，要抑制投机性和投资性的住房。第四，要管好市场。在本届政府任期内使房地产市场健康发展，使房价能够保持在一个合理的价格。
城镇化	最重要的问题就是推进户籍制度改革，让那些长期在城市生活和工作，并具备一定条件的农民工融入城市。
通货膨胀	这一问题可能危及到社会的稳定以致政权的巩固。解决价格问题，在中国最重要的是管好两条：第一，是要使货币发行适度。第二，保证农业丰收。
教育体制改革	制定了中长期的教育改革和发展规划。
中美贸易摩擦	我们的目标是国际收支的基本平衡。
上海世博会	把这件事情当作一件大事来办。
医疗	一是如何为群众提供医疗服务，这属于医疗卫生事业发展问题。二是如何使群众能够看得起病、看好病，这属于社会保障问题。

来源：国金证券研究所

从调节经济增长到调整经济结构

回顾近几年的两会主要政策和政府工作报告的基调，基本上都是围绕着保持经济平稳增长的目标展开的，在经济过热时采取宏观调控措施；在经济受到冲击时，采取刺激性政策。但我们认为，今年政策取向可能将逐步的从调节经济增长过渡到调整经济结构上来。

一方面，经过了过去的几年的经济增长之后，中国的经济已经有了很大的提升，而在经济增长过程中，很多结构性的问题开始出现，并且其制约性也越来越强，这要求政策方向上出现新的对焦；另一方面，即将进入到十二五，需要承前启后的对中长期结构调整任务加以强调，以确保经济增长的可持续性。因此，我们认为今年的两会上对结构调整的政策安排将大大增加。

图表2：中国近几年的政府工作报告与规划

	国民经济和社会发展的主要预期目标	宏观调控主要方向	财政货币政策安排	主要工作规划
2006	国内生产总值增长 8% 左右，单位国内生产总值能耗降低 4% 左右；居民消费价格总水平涨幅控制在 3%；城镇新增就业 900 万人，城镇登记失业率控制在 4.6%；国际收支基本平衡。	保持固定资产投资适当规模，坚持有保有压，优化投资结构，防止投资过快增长	实施稳健的财政政策和稳健的货币政策。	（一）继续保持经济平稳较快发展（二）扎实推进社会主义新农村建设（三）加大产业结构调整、资源节约和环境保护力度（四）继续推动区域协调发展（五）实施科教兴国战略和人才强国战略（六）进一步推进改革开放，加强文化建设（七）高度重视解决涉及群众切身利益的问题（八）加强民主政治建设和维护社会稳定
2007	在优化结构、提高效益和降低消耗、保护环境的基础上，国内生产总值增长 8% 左右；城镇新增就业人数不低于 900 万人，城镇登记失业率控制在 4.6% 以内；物价总水平基本稳定，居民消费价格总水平涨幅在 3% 以内；国际收支不平衡状况得到改善。	加强和改善宏观调控。重点是控制固定资产投资和信贷规模，在优化结构中促进经济总量平衡。	实施稳健的财政政策和货币政策。	（一）坚持加强和改善宏观调控（二）发展现代农业和推进社会主义新农村建设（三）大力抓好节能降耗、保护和节约集约用地（四）加快推进产业结构升级和自主创新（五）进一步推动区域协调发展（六）推进社会主义和谐社会建设（七）深化改革和扩大开放（八）加强政府自身改革和建设
2008	在优化结构、提高效益、降低消耗、保护环境的基础上，国内生产总值增长 8% 左右；居民消费价格总水平涨幅控制在 4.8% 左右；城镇新增就业 1000 万人，城镇登记失业率控制在 4.5% 左右；国际收支状况有所改善。	要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务	实行稳健的财政政策和从紧的货币政策。	（一）搞好宏观调控，保持经济平稳较快发展（二）加强农业基础设施建设，促进农业发展和农民增收（三）推进经济结构调整，转变发展方式（四）加大节能减排和环境保护力度，做好产品质量安全工作（五）深化经济体制改革，提高对外开放水平（六）更加注重社会建设，着力保障和改善民生（七）深化文化体制改革，推动文化大发展大繁荣（八）加强社会主义民主法制建设，促进社会公平正义（九）加快行政管理体制改革，加强政府自身建设
2009	国内生产总值增长 8% 左右，经济结构进一步优化；城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率 4.6% 以内；城乡居民收入稳定增长；居民消费价格总水平涨幅 4% 左右；国际收支状况继续改善。这里要着重说明，提出 8% 左右的国内生产总值增长目标，综合考虑了发展的需要和可能。	坚持把扭转经济增速下滑趋势作为宏观调控最重要的目标，把扩大国内需求作为促进经济增长的长期战略方针和根本着力点，增加有效需求，加强薄弱环节，充分发挥内需特别是消费需求拉动经济增长的主导作用。	实施积极财政政策和适度宽松的货币政策	（一）加强和改善宏观调控，保持经济平稳较快发展（二）积极扩大国内需求特别是消费需求，增强内需对经济增长的拉动作用（三）巩固和加强农业基础地位，促进农业稳定发展和农民持续增收（四）加快转变发展方式，大力推进经济结构战略性调整（五）继续深化改革开放，进一步完善有利于科学发展的体制机制（六）大力发展社会事业，着力保障和改善民生（七）推进政府自身建设，提高驾驭经济社会发展全局的能力

来源：国金证券研究所

两会调结构 10 大热点猜想

我们对 2010 年两会期间可能的 10 大热点经济话题进行了分析，并归类在 5 个主要方面，其中 4 个方面是结构调整。并且，在每个热点话题后面，我们都对基本的政策走向进行了简单的分析。

综合而言，我们认为政策：在调控方面，主要是针对通胀预期、信贷增长、过剩产能、房地产这些方面；在推进方面，主要是支持内需消费，低碳经济、新兴产业、城镇化、区域振兴这些领域。

图表3：2010 年两会 10 大热点前瞻

结构调整	热点问题	政策方向
经济增长平稳化	1、管理通胀预期	*控制货币投放； *保证农业丰收
	2、调整收入分配方式	*增加居民在收入分配中的比重； *增加医疗保险等政府公共开支
经济结构内需化	3、抑制过剩产能	*控制新项目投资， *加快落后产能淘汰； *抑制地方政府的投资冲动
	4、管理信贷增长	*保证信贷的均衡投放 *注意地方政府融资平台风险
产业结构升级化	5、培育战略型新兴产业	*清洁和可再生能源、新能源汽车、新材料、生物科技、生物医药、信息网络、海洋开发地质勘探
	6、大力推进低碳经济	*新能源、节能环保
	7、调控房地产市场	*保持房价处于合理水平 *增加保障性住房供给 *使房地产市场平稳发展 *物业税讨论
城乡结构分散化	8、推进城镇化进程	*城镇化从集中到分散 *加快户籍制度改革 *拆迁问题讨论
	9、就业难和民工荒	*引导二三线城市就业 *提高工资待遇水平 *加快保障体系建设
区域结构均衡化	10、区域振兴	*上海世博会 *高铁带来交通革命

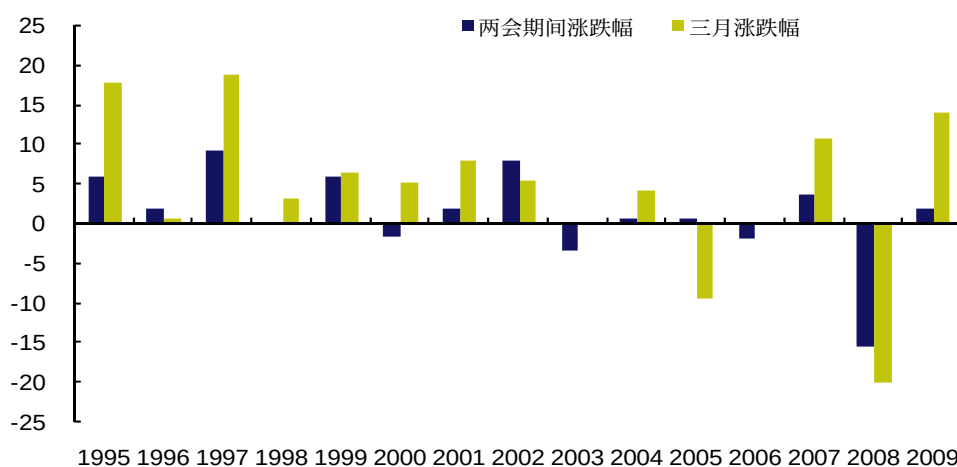
来源：国金证券研究所

两会期间的股市历史表现

回顾近几年以来，A 股市场在两会期间的表现，在政策收缩力度较紧的情况下，一般 A 股市场已调整为主；在政策较为温和的背景下，A 股市场还是强势震荡的格局。大部分时候，在两会期间，A 股市场运行的空间相对较窄，而两会结束以后，市场会体现出更大的区间波动性。

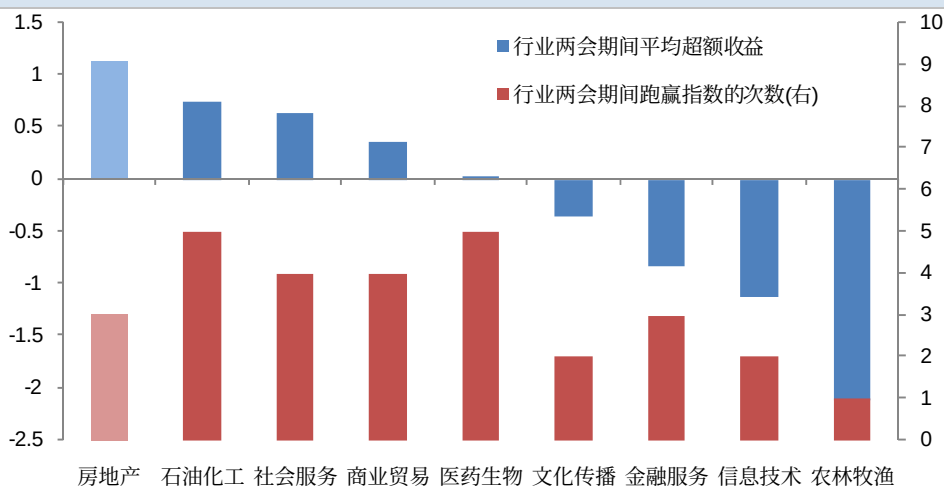
从行业表现的角度看，我们测算了从 2002 年-2009 年，各行业在两会期间的超额收益的平均值，同时也测算了各行业获取正超额收益的次数。从数据上看，石油化工、社会服务、商业、医药在两会期间表现好的概率相对较大；而文化传播、金融、信息技术在两会期间的表现较弱，而农业在两会期间表现绝大部分时候都要弱于市场。而房地产行业在两会期间则具有很强的政策弹性，如果政策偏紧则略微落后于市场，如果政策较松则可能会获取较高的相对收益。

图表4：两会期间的股市表现



来源：国金证券研究所

图表5：两会期间的行业表现



来源：国金证券研究所