

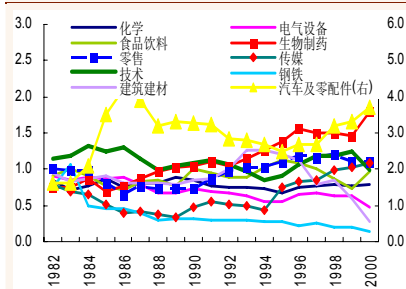
定期报告

复苏退潮 等待转型

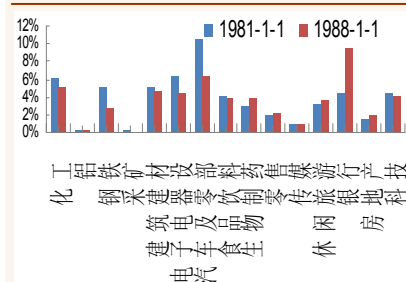
2010年6月11日

A股2010年中期投资策略

日本转型后各行业利润增长相对变化



日本转型后各主要行业市值变化



相关报告

- 1、《市场仍处于震荡筑底的过程》，2010/5/31
- 2、《市场有望开始筑底，但尖底的可能性不大》2010/5/24
- 3、《离底不远但契机尚需等待》2010/5/17

陈文招

 021-68407567
 chenwz@cmschina.com.cn
 S1090208060218

苏舟

 021-68407142
 suzhou@cmschina.com.cn
 S1090210040003

张权

 021-68407937
 zhangquan@cmschina.com.cn
 S1090210050004

中国经济的高速增长时代结束了，出路唯有转型；转型期是结构性萧条和结构性繁荣并存的局面；转型期的牛市需具备三个条件：消费率提升、劳动生产率提升和传统产业的产能去化过程结束；下半年若宏观政策放松，市场会有反弹，但反转的条件仍不具备；转型期里产业轮动很可能向结构性分化延展：基础消费和新兴行业有望持续性优于传统行业，若政策放松，传统行业会有反弹但仅仅是反弹而已。

- 旧模式主导的高速增长时代结束了。从2010年2季度开始，中国经济高速增长时代结束了。原因在于过去高速增长所依赖的条件都已经开始丧失：一是外部经济疲软；二是低成本模式因劳动力价格升势而难以为继；三是去年的过度刺激已将大部分政策空间消耗殆尽，未来很难再有大力度刺激政策。
- 出路只有转型。转型路径其实很清晰：劳动力价格上升—居民收入增长加速—消费加速；另一方面，劳动力价格上升—企业成本上升—产业升级和效率提升。但这一过程会比较漫长、困难很多，其实是国家利益和行业利益分配格局和生产函数的重建。调结构是转型的开始，能否成功要看政府决心，中国再次站到了十字路口。
- 转型期的特征：结构性萧条和结构性繁荣。结构性萧条行业通常起因于外需下降、经济繁荣时产能过度扩张、成本压力上升等；而结构性繁荣行业通常是政府支持的新兴产业、收入分配制度改善受益的消费品行业或者技术进步较快的行业。宏观层面，未来半年是经济向温和增长回归、通胀见顶回落的过程，未来一两年经济增长将是在温和水平波动的低通胀状态（原因是有效需求疲软）。
- 转型期的国际格局演变。美国为了寻找经济增长点，很可能在低碳经济、新能源和节能技术方面寻找突破，这意味着美元汇率在未来很长时间内很可能会持续升值；国际油价先是因整体国际需求疲软后是因节能和新能源方面有进展而在未来1-3年筑顶回落，这一方面意味着全球中长期没有高通胀；另一方面意味着那些资源品出口国经济增长趋淡，其货币也以贬值为主。
- 转型期牛市需要什么条件？经济转型期要出现牛市，应该具备三个条件：1、消费率提升；2、劳动生产率提升；3、传统产业的产能去化过程要结束。这些条件的出现才能标志着经济转型走向成功，转型期就是等待这些新起点的过程。
- 下半年若宏观政策放松，市场会有反弹但不是反转。上半年是经济见顶回落和通胀回升的类滞涨阶段，股市表现往往不佳；下半年如果宏观政策随着经济和通胀回落而小幅放松，流动性状况会有所改善，市场也会出现反弹，但反转的条件仍需等待。
- 产业轮动向结构性分化延展。上半年资本市场对医药、TMT、新兴产业的热衷和对传统行业的抛弃既反映了经济周期中的产业轮动规律，又反映了投资者对经济转型期的一种布局 and 战略性投资选择。我们认为，当周期波动遭遇经济转型，产业轮动很可能向结构性持续分化延展：基础消费和新兴产业有可能持续向好，若政策放松传统行业会有反弹，但仅仅是反弹而已。

内容目录

一、高速增长时代的结束和转型期的开始	4
1、高速增长时代的结束	4
2、转型是必然出路	5
3、调结构是转型的开端	5
二、转型的路径	6
1、经济转型的核心是国民收入分配改革和生产率提升	6
2、新一轮周期是如何产生的：历史上的美国和日本转型	7
3、总结：转型之际、成败之间	10
三、转型期的经济 and 行业特征：结构性萧条和多样化	10
1、转型期的国际经济环境：美元升值、大宗商品价格下跌、资源出口国经济衰落	10
2、转型期的经济景象：结构性萧条和多样化	11
3、转型期的宏观经济演化过程和特征	12
4、小结	13
四、等待新的起点	13
1、转型期牛市需要什么条件？	13
2、下半年：若政策放松会有反弹，但不是反转	15
五、转型期的投资线索：产业轮动转化为结构性延展	15

图表目录

图 1: 中国人口红利拐点在 2010 年出现.....	4
图 2: 2010 年主要省市普遍上调了最低工资标准	4
图 3: 上市银行资本充足率	4
图 4: 中国经济高速增长的时代已到尾声	4
图 5: 70 年代后日本经济进入工业化成熟阶段	5
图 6: 韩国经济增长 90 年代末之后波动中枢下降	5
图 7: A 股市场决定因素的转变	6
图 8: 中国的国民收入分配（居民收入、税收、企业利润占国民收入的比重）	6
图 9: 80 年代初后日本居民消费率持续下降	8
图 10: 80 年代后美国所得税在国民收入分配中明显下降	8
图 11: 日本的汽车工业等方面的数据	9
图 12: 70 年代后期日本汽车产量超越其他国家	9
图 13: 80 年代初后油价持续回落	11
图 14: 80 年代初后主要工业化国家能耗密度出现下降	11
图 15: 日本经济转型之后上市公司各行业利润增速相对于整体利润增速比值	11
图 16: 经济转型过程中的经济波动	13
图 17: 75 年之后日本股票指数重拾升势的原因在于经济转型的成效积累	14
图 18: 75 年后日本经济转型的成功体现之一：消费率的大幅提升	14
图 19: 75 年后日本经济转型的成功体现之二：劳动生产率的大幅回升	14
图 20: 房地价格指数和股票指数的波动趋同性很明显	15
图 21: 上证综指历史估值水平	15
图 22: 货币缺口（M2—名义 GDP）	15
图 23: 日本经济转型期各主要行业市值比重变化	16
图 24: 日本经济转型之后的各主要行业市值比重变化	16
图 25: 当经济周期遇到经济转型，行业轮动有可能延展成行业持续分化	17
表 1: 转型前后经济增长依赖因素的转变	5
表 2: 近期政府调结构的政策导向和未来可能做的政策	7
表 3: 雅各布·范杜因对世界经济长周期的分析	7
表 4: 美国不同年代首富们所在行业的区别	8
表 5: 产能过剩行业的统计	12
表 6: 下半年行业配置建议	17

一个时代结束了，而另一个时代还没有开始，中国乃至全球经济正在进入一个新旧时代的过渡期，这个过渡期里的经济特征决定了中国股市的未来表现和投资线索。

一、高速增长时代的结束和转型期的开始

1、高速增长时代的结束

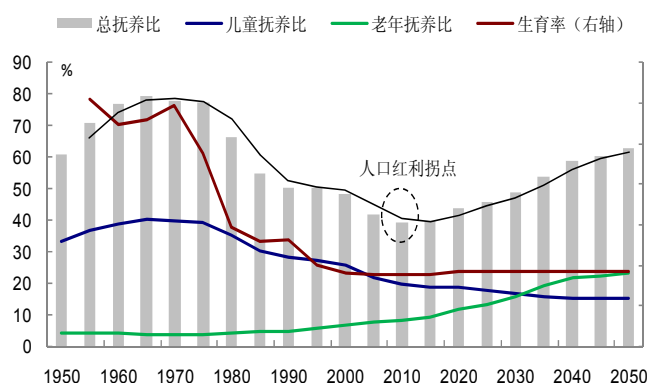
我们认为，从2010年2季度开始，中国经济在老模式主导下的高速增长时代结束了。原因在于如下几个方面：

一是过去十年里中国经济起飞所依赖的内生性条件譬如劳动力的价格优势正在因为人口红利的结束而丧失；

二是伴随着全球经济的再次去杠杆化，外部经济的需求恶化决定了中国过去十年所依赖的出口导向模式已经到了穷途末路；

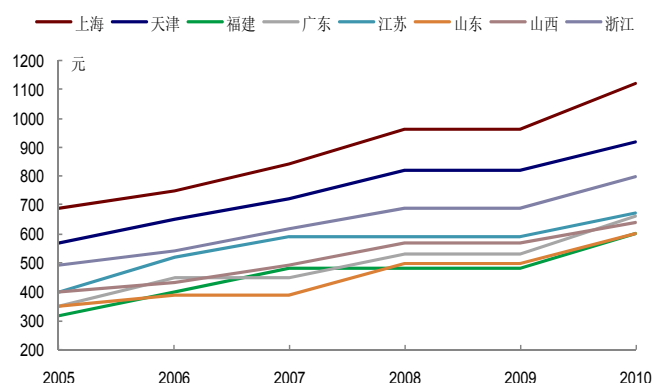
三是去年经济刺激方案已经将中国既往经济增长模式中的高投资模式发挥到了极致，未来再通过凯恩斯式的政策刺激经济的空间很小了。

图 1：中国人口红利拐点在 2010 年出现



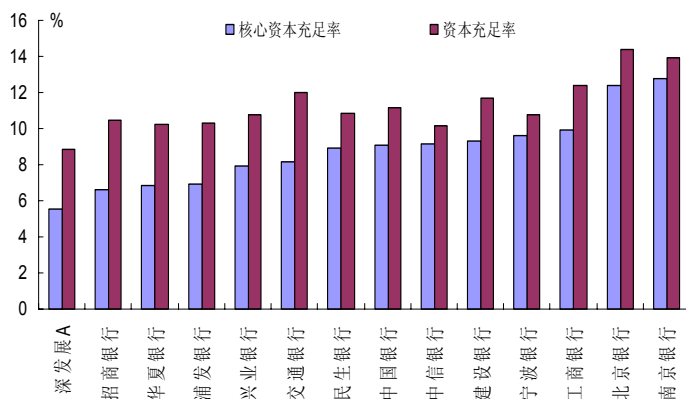
资料来源：UN，招商证券研发中心

图 2：2010 年主要省市普遍上调了最低工资标准



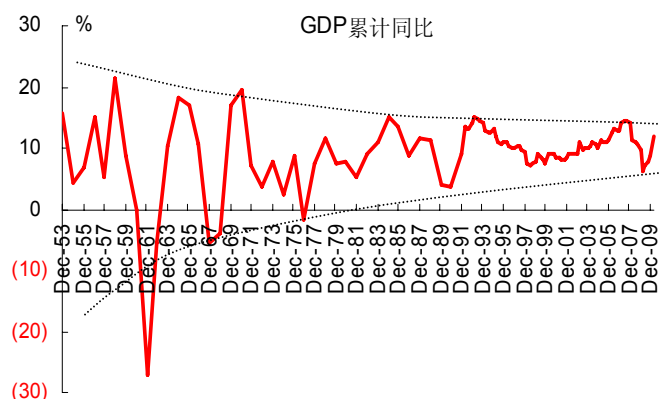
资料来源：UN，招商证券研发中心

图 3：上市银行资本充足率



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：中国经济高速增长的时代已到尾声

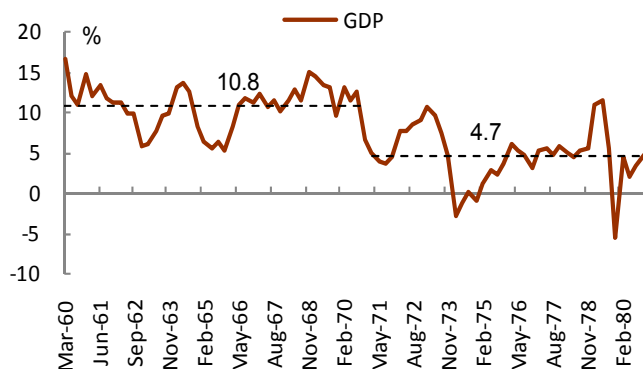


资料来源：WIND，招商证券研发中心

从世界工业化历史的角度看，大多数发展中国家都会有一个快速工业化的经济起飞阶段，由于生产要素价格的优势，这一阶段大多数国家都是通过出口导向型的增长模式

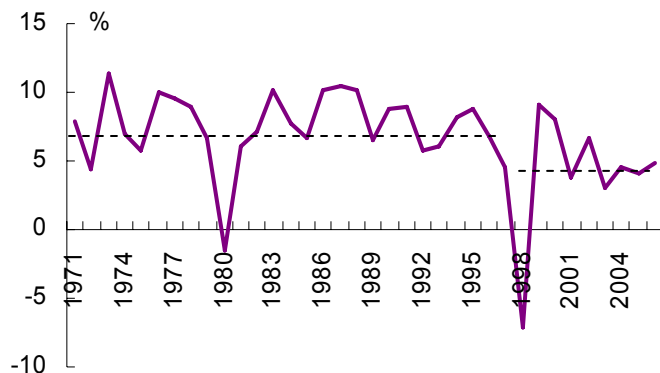
式和高投资的模式实现经济快速增长，这个过程通常受到某一冲击（譬如国际经济危机、劳动力价格升高等因素）而结束。

图 5：70 年代后日本经济进入工业化成熟阶段



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 6：韩国经济增长 90 年代末之后波动中枢下降



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

2、转型是必然出路

高速增长结束之后，经济能否可持续增长完全取决于经济转型的成败与否，而转型成败主要取决于政府的制度安排和选择，因此，中国再次站在了十字路口。

从本质上讲，经济转型就是生产函数的重塑过程，将经济增长的主要依赖因素由劳动力和资源的投入转变为技术进步和管理效率提升；从需求结构看，转型就是将经济增长拉力由外需转向内需尤其是消费；从工业化过程角度看，转型就是从经济的起飞阶段向经济发展的成熟阶段迈进的过程；从经济周期的角度看，转型就是通过寻找新的因素来形成未来新一轮经济周期的过程。由于转型是生产函数的变化而不是在既定生产函数的基础上刺激经济，因此转型相关的周期通常是跟创新有关的长周期。

基于上述理解，高速增长的结束一方面是指经济复苏退潮之后经济增速的周期性回归；另一方面是指在中长期内经济潜在增长速度因生产要素组合关系的变化而下降。这也正是此次宏观调控和经济回落不同于 2004-2005 年的本质之所在。

表 1：转型前后经济增长依赖因素的转变

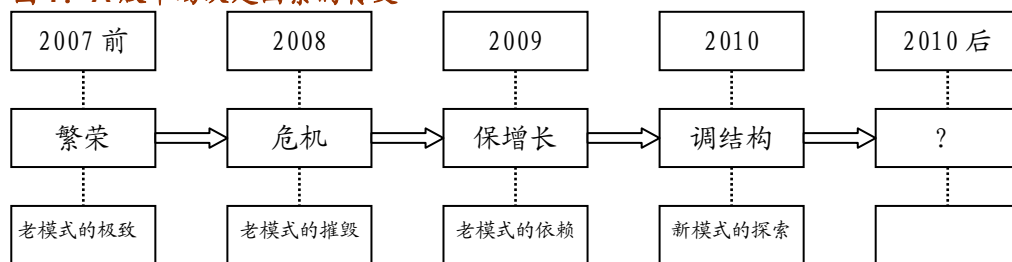
	劳动力	资源	技术	管理
转型前	√	√		
转型后			√	√

资料来源：招商证券研发中心

3、调结构是转型的开端

回顾过去几年中国经济和股市的表现，我们可以发现清晰的线索：如果说 2007 年之前中国经济周期的繁荣是建立在老模式基础上的繁荣，那么 2008 年经济危机是对老模式的摧毁和否认，2009 年“保增长”是对老模式的延续和依赖，而且这种依赖达到了史无前例的极致，2010 年的“调结构”说明中国政府已经开始尝试从本质上改变过往所依赖的经济增长模式，因此，可以说 2010 年就是中国经济转型的元年。

图 7: A 股市场决定因素的转变



资料来源: 招商证券研发中心

我们判断, 2010 年之后将是对“调结构”的深化和落实, 以及等待这些调结构政策的效果显现。只有随着结构性调整政策效果的逐渐显现 (即转型走向成功之路), 中国经济和股市才会迎来新的起点, 未来是等待新起点的过程。

二、转型的路径

1、经济转型的核心是国民收入分配改革和生产率提升

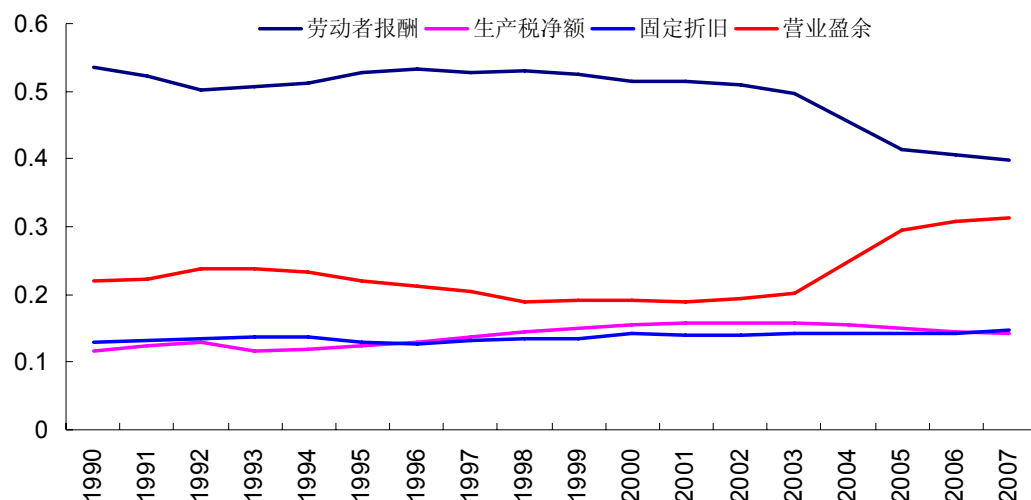
转型的路径其实很清晰:

刘易斯拐点和劳动力价格上升—居民收入增长加速—消费加速;

另一方面, 劳动力价格上升—企业成本升高—企业进行产业升级和效率提升。

如果转型成功, 那么结果是我们对外需的依赖降低了一些、对内需尤其是消费的依赖增多了一些、产业层次也提升了一些。与此同时, 政府在社保制度等社会制度方面做些完善和改进, 通过政策导向将资源配置向低碳和新兴产业上转移, 那最终我们的经济增长方式和居民生活都会更健康一些。

图 8: 中国的国民收入分配 (居民收入、税收、企业利润占国民收入的比重)



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

从今年中国政府调结构的一些政策导向和当前正在酝酿的一些政策来看, 我们看到了转型的希望。但过程会比较漫长和痛苦的, 原因在于转型就是国家利益和行业利益分配格局的重建, 是资源配置秩序重新安排的过程; 具象而言, 是产能在某些行业的撤退和在

另外一些行业的进攻过程，是资源配置从传统和没落部门的退出并重新配置到新兴领域的过程。

转型能否成功要看政府的决心，中国再次站到了十字路口。

表 2：近期政府调结构的政策导向和未来可能做的政策

政策	主要内容
区域经济平衡	09 年至今，国务院已批复《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》、《关中—天水经济区发展规划》、《横琴岛总体发展规划》等 12 项区域发展规划，广泛覆盖我国东中西部主要地区。
土地流转	2008 年 10 月，党的十七届三中全会提出：“……开展多种形式的土地承包经营权流转，发展农业适度规模经营……”；2010 年 1 月，上海市政府刊发《关于开展农村集体建设用地流转试点工作的若干意见》，开展农村集体建设用地流转试点；2010 年 3 月，两会政府工作报告：“……在依法自愿有偿流转基础上发展多种形式规模经营。”
户籍制度	2010 年 3 月，两会政府工作报告：“推进户籍制度改革，放宽中小城市和小城镇落户条件。”目前，全国已有江西、辽宁、山东、陕西、福建等 11 个省的公安机关开展了城乡统一户口的登记工作
社保体系	党的十七大提出全面建设小康社会，基本建立覆盖城乡居民的社会保障体系；2010 年 3 月，两会政府工作报告：“加快完善覆盖城乡居民的社会保障体系，尽快构建更加完善的社会保障安全网，使人民生活有基本保障、无后顾之忧。”
淘汰落后产能	2010 年 4 月 6 日，国务院下发了关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知，要求大力推进产业结构调整和优化升级。
发展民营经济	2010 年 5 月 13 日，国务院国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，文件进一步拓宽民间投资的领域和范围
保障房建设提速	2010 年 5 月 19 日，住房和城乡建设部与地方政府签订 2010 年住房保障工作目标责任书，今年全国要建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户。
上调最低工资	2010 年以来，北京、上海、天津等 14 个省份相继上调了最低工资标准，平均涨幅 20%。

资料来源：招商证券研发中心

2、新一轮周期是如何产生的：历史上的美国和日本转型

如前所述，转型其实就是寻找新一轮经济周期的上升模式和动力，为下一轮经济周期积蓄能量的过程，通常伴随着经济长周期波动。最近我们一直在思考一个问题，在上世纪 70 年代全球经济经历了长周期的衰退和萧条，到底世界经济上发生了什么事情，从而使国际经济走出 70 年代的困境而进入 80-90 年代的高增长低通胀阶段，并使股市重新进入新一轮大牛市，股市转折的契机和标志又是什么？这对我们识别和判断下一轮周期会有帮助。

表 3：雅各布·范杜因对世界经济长周期的分析

	繁荣	衰退	萧条	复苏
第一波	1782 - 1802	1815 - 1825	1825 - 1836	1838 - 1845
第二波	1845 - 1866	1866 - 1873	1873 - 1883	1883 - 1892
第三波	1892 - 1913	1920 - 1929	1929 - 1937	1937 - 1948
第四波	1948 - 1966	1966 - 1973	1973 - 1982	1982 - 1991
第五波	1991 - 2007	2007 - ?		

资料来源：参考陈继勇主编，《美国新经济周期与中美经贸关系》，武汉大学出版社，2004 年

为此，我们最近阅读和查找了不少关于 70 年代后期美国和日本经济转型的过程的书籍和资料。我们先来看看历史吧。

美国主要是通过刺激消费实现转型的

在上世纪 70 年代，当时的工业化国家是在全球石油危机带来的滞胀过程中开始意识到必须进行经济转型的。凯文·菲利普斯在《美国财富崛起之路》中将 1966-1982 年的美国经济称为“隐性萧条”，道琼斯指数从 1966 年的最高点 1000 点经过两轮下跌到 1982 年的 8 月份只有 260 点，如果将通胀因素考虑在内，股票指数几乎下降 80%。他指出“隐

性萧条”的成因潜伏在六七十年代美国经济的表面繁荣之下：传统经济领域（譬如能源、资源等）的长期繁荣使经济当中充满了投机致富的现象，而使社会缺乏新的财富创造力。

表 4：美国不同年代首富们所在行业的区别

名次	1968	1982	1992
1	梅隆家族、石油和金融、19-36 亿美元	杜邦家族、化工和财产继承、100 亿美元	沃尔玛家族、零售、250 亿美元
2	洛克菲勒家族、石油和金融、12-18 亿美元	亨特家族、石油和财产继承、66 亿美元	玛斯家族、食品、90 亿美元
3	J. 保罗·格蒂、石油、10-15 亿美元	洛克菲勒家族、石油和财产继承、33 亿美元	杜邦家族、化工和财产继承、86 亿美元
4	霍华德·休斯、航空和电影、10-15 亿美元	丹尼尔·路德维格、海运、20 亿美元	S. I. 纽豪斯、传媒、70 亿美元
5	H. L. 亨特、石油、5-10 亿美元	卡伦家族、石油和财产继承、20 亿美元 巴斯家族、石油和财产继承、20 亿美元	比尔·盖茨、63 亿美元

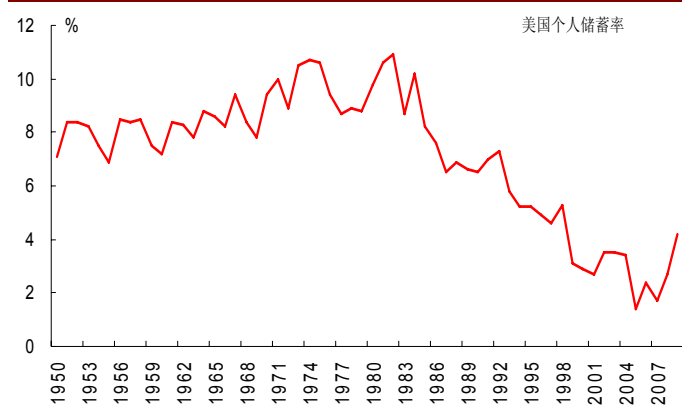
资料来源：《美国财富崛起之路》，（美）凯文·菲利普斯，中信出版社

这一点和熊彼特用创新对经济周期进行解释是不谋而合的，过去几年中国乃至世界的情况也印证了这一点：当传统的经济领域如资源、房地产等面临长期繁荣之后，整个社会的资金都会向这些领域配置寻求投机致富，而不是通过技术、管理创新来追求财富，而这恰恰会造成经济创新能力和增长力的衰竭。

那么，当时的美国经济是如何走向新一轮上升期的呢？1982 年，在里根政府执政期间，经济开始出现复苏的迹象，直接的原因是合适的宏观经济政策组合：紧缩的货币政策和宽松的财政政策（主要是减税）。这一政策的原因有如下几个方面：一是冷战分子认为应该加大国家的防御性财政支持；二是货币主义者认为从紧的货币政策对抑制通胀比较凑效；三是企业普遍认为减税比扩大需求更能起到刺激投资的作用。

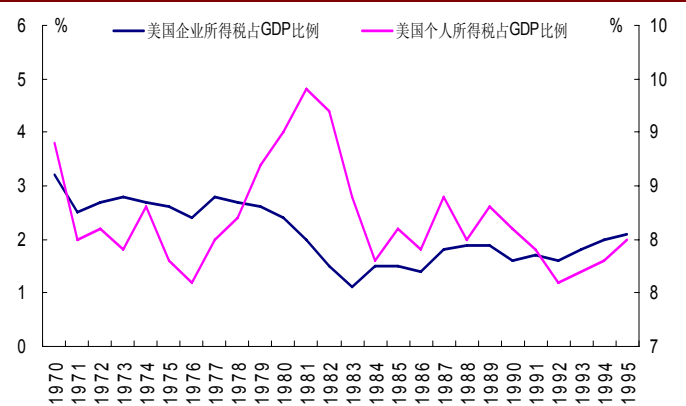
在这种政策的作用下：其一，军费开支大幅增加；其二，企业投资额增长，受益于减税政策和资本管制放松，虽然有很多企业仍然是将投资用在了基础设施等方面，但部分企业已经开始把钱用在发展潜力较大的计算机领域；其三，居民的消费增多，从 1981-1986 年，个人所得税大幅下降，最高一级所得税率从 70% 降至 28%，同时鼓励信用卡消费，美国居民从此进入了长达几十年的储蓄率下降和消费扩张过程。

图 9：80 年代初后日本居民消费率持续下降



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 10：80 年代后美国所得税在国民收入分配中明显下降



数据来源：WIND，招商证券研发中心

另外，凯文·菲利普斯在书中总结说：“尽管 80 年代和 90 年代的经济繁荣有着本质的区别，但从某种意义上说，80 年代是 90 年代‘科技创造财富’的序曲”，技术领域的企业在

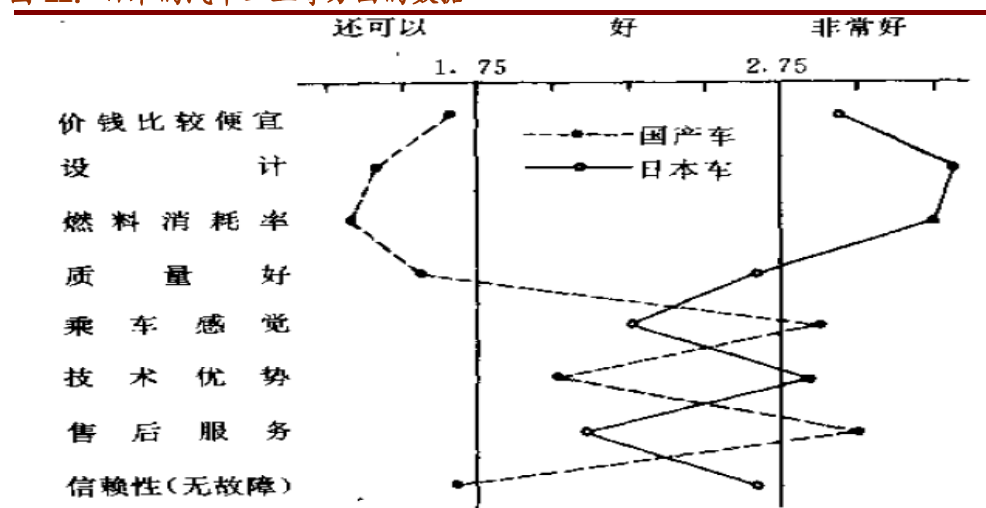
80年代正处于力量积蓄的时期，“这一股强大的力量一定会在将来的某一天迸发出来”，“1979-1982年经济仍然处于萧条时，一些技术性企业的股票已经开始崭露头角，如天迪公司、泰乐公司、弗莱姆电脑公司等”。这才是真正成为支持美国经济在80-90年代可持续增长、低通胀的根本之所在。

可以简单的概括：美国在短期内是通过降税等方式刺激居民消费和企业投资等方式实现了经济转型和新一轮增长的，中期最关键的依赖仍然是技术创新。

日本主要是通过节能技术和产业结构调整来实现转型的

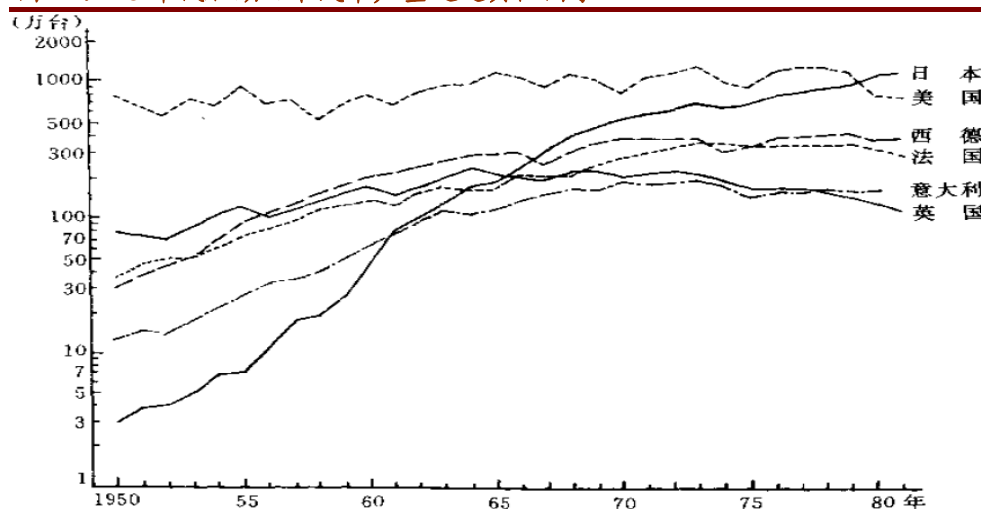
日本在走出70年代经济危机和经济转型方面，采取的是另一种方法：节能技术和新兴产业。最典型的就是日本在汽车行业的节能突破，由于七十年石油危机，日本率先在节能方面采取突破，所以日本的汽车工业一度抢占美国的市场，从而取得日本经济新的增长点 and 竞争力之所在，而且通过新的竞争力获取了新的市场和需求，从而打破了原来经济滞涨的困境。同时，日本在新兴产业如新能源等方面也制定了很多政策。当然，与此同时，由于日本人口红利的结束，同样出现了劳动力价格上升和消费率的提升。

图 11: 日本的汽车工业等方面的数据



数据来源：《日本通商产业政策史》，招商证券研发中心

图 12: 70年代后期日本汽车产量超越其他国家



数据来源：《日本通商产业政策史》，招商证券研发中心

3、总结：转型之际、成败之间

此次经济周期和 70 年代的有不同的表现形式：70 年代是通过实体经济的滞涨表现的，而此次周期里，全球所经历了十年的大宗商品价格上升而没有产生全球经济滞涨，而是表现出了低通胀背景下的资产价格泡沫以及资产泡沫的最终破裂。

但从本质上看，周期波动规律并无二致：经济周期的繁荣大幅降低了社会的创造力，而大幅增加了投机致富的行为，下一轮经济上升周期的来临很显然要依靠创新周期或者转型。从这个意义上讲，70 年代日本和美国的国际经济历史为我们提供了一次研究经济创新周期的最佳案例。

从今年以来中国政府所传递出来的关于调结构信息看，事实上中国政府正在做的事情就是 70 年代底日本和美国所做的事情：既要像美国那样去刺激居民消费，又要像日本那样培育新兴产业。

总之，我们处于转型之际、成败之间，关键在于政府的制度安排和选择。

三、转型期的经济和行业特征：结构性萧条和多样化

1、转型期的国际经济环境：美元升值、大宗商品价格下跌、资源出口国经济衰落

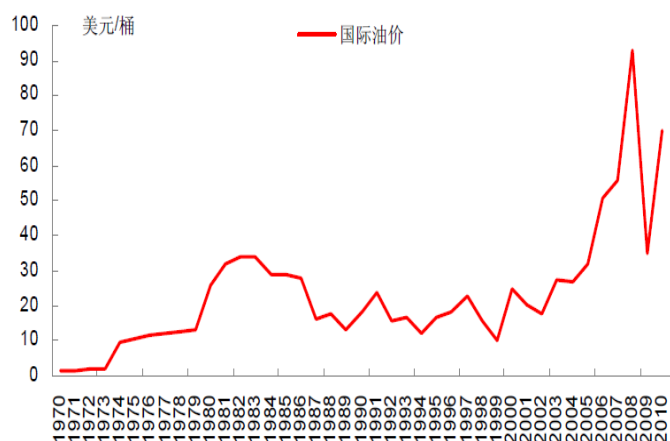
如前所述，转型期就是创新的起步和准备阶段，也是两轮经济周期之间的过渡。展望全球，欧洲受制于主权债务危机难以迅速恢复，美国未来半年至一年很可能是温和复苏的趋势，由于美国要寻找经济增长点，那么美国很可能在低碳经济、新能源和节能技术方面寻找突破，而且由于美国有最强大的科技研发实力，所以美国很可能在这方面最先形成突破，这意味着美元汇率在未来很长时间内很可能会持续升值。

国际大宗商品价格方面，先是由于整体国际需求疲软，后是因为节能和新能源方面有进展，那么传统能源如石油价格在未来 1-3 年很可能逐渐筑顶回落。如果国际资源品价格的走势真如此，一个方面意味着全球中长期没有高通胀；另一方面这意味着那些资源品出口如俄罗斯、中东、以及澳大利亚和巴西等的经济形势在未来 1-3 年内不会将逐渐衰落，其货币也以贬值为主，因为这些国家的经济增长主要是依赖卖资源。

中长期而言，美国又是胜利者，他们最先实现新的突破，并重新进入新一轮创新周期，再次引领世界经济的未来，这可能在 1-3 年内发生；对于中国而言，原材料成本会下降，但外部需求却会面临考验，如果练好转型内功，未来有望成为仅次于美国的全球亮点；而资源出口国总体而言将面临经济逐步衰落的过程。

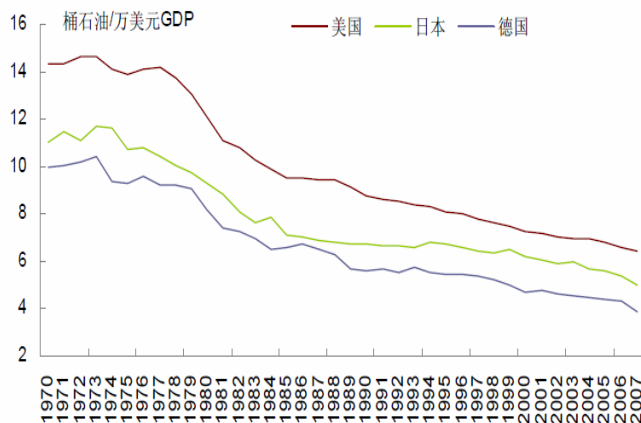
上述的过程就像是历史上 80 年代初之后的全球格局一样。

图 13: 80 年代初后油价持续回落



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 14: 80 年代初后主要工业化国家能耗密度出现下降



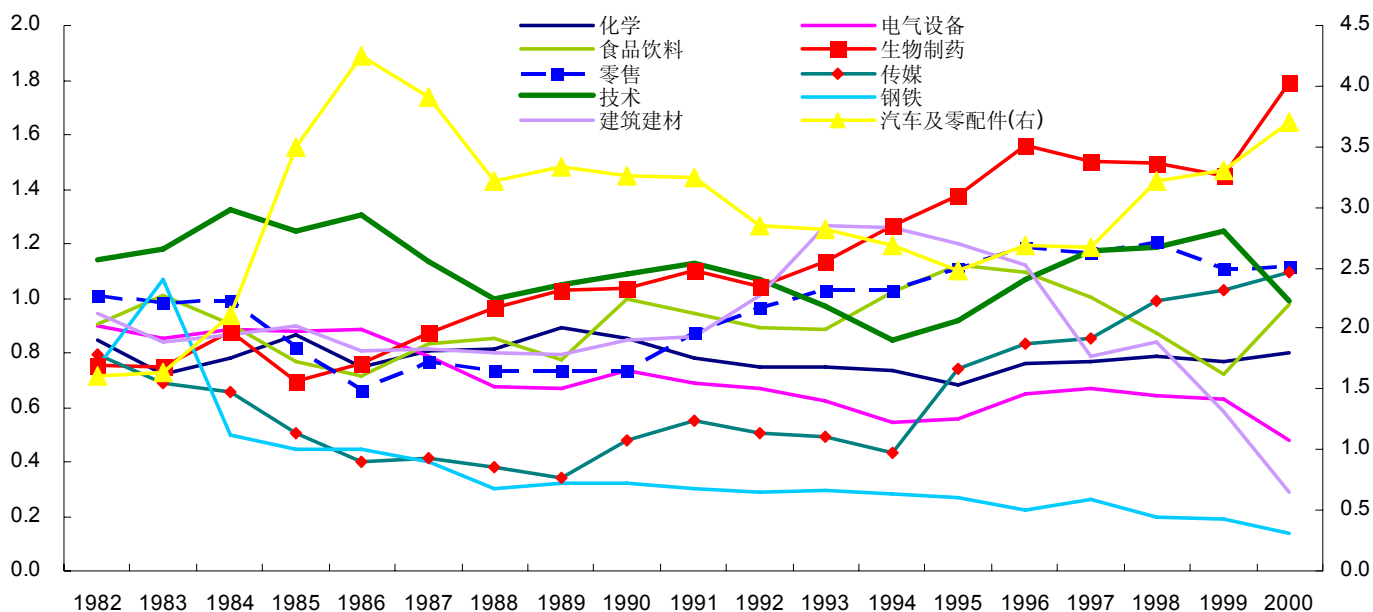
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

2、转型期的经济景象：结构性萧条和多样化

转型期是经济增长的新旧力量此消彼长的过程，这一本质决定了此阶段是个结构性萧条和结构性繁荣并存的多样化时代。

在行业层面，是新行业崛起和产能扩张过程，而旧行业则长期面临需求疲软和去产能，因此行业利润增长速度将发生持续时间较长的分化。结构性萧条行业通常起因于外需的下降、经济繁荣时产能的过度扩张、成本压力的上升等；而结构性繁荣的行业通常是政府支持的新兴产业、收入分配制度改善受益的消费品行业或者技术进步较快的行业。

图 15: 日本经济转型之后上市公司各行业利润增速相对于整体利润增速比值



数据来源: DATASTREAM, 招商证券研发中心

表 5: 产能过剩行业的统计

行业	供需状况
钢铁	08 年我国粗钢产能 6.6 亿吨, 需求仅 5 亿吨左右。09 年上半年全行业完成投资 1405.5 亿元, 目前在建项目粗钢产能 5800 万吨, 粗钢产能将超过 7 亿吨。
水泥	08 年我国水泥产能 18.7 亿吨, 落后产能约 5 亿吨。目前在建产能 6.2 亿吨, 已核准尚未开工的产能 2.1 亿吨。全部建成后, 水泥产能将达到 27 亿吨, 市场需求仅为 16 亿吨, 产能将严重过剩。
平板玻璃	08 年全国平板玻璃产能 6.5 亿重箱, 产量 5.74 亿重箱, 约占全球产量的 50%。09 年上半年新投产 13 条生产线, 新增产能 4848 万重箱, 目前各地还有 30 余条在建和拟建浮法玻璃生产线, 平板玻璃产能将超过 8 亿重箱, 产能明显过剩。
煤化工	煤化工, 重复建设严重, 产能过剩 30%, 在进口产品的冲击下, 09 年上半年甲醇装置开工率只有 40% 左右。
多晶硅	08 年我国多晶硅产能 2 万吨, 产量 4000 吨左右, 在建产能约 8 万吨, 产能已明显过剩。我国光伏发电市场发展缓慢, 国内太阳能电池 98% 用于出口, 相当于大量输出国内紧缺的能源。
风电设备	08 年底已安装风电机组 11638 台, 总装机容量 1217 万千瓦。我国风电机组整机制造企业超过 80 家, 2010 年我国风电装备产能将超过 2000 万千瓦, 而每年风电装机规模为 1000 万千瓦左右, 若不及时调控和引导, 产能过剩将不可避免。
电解铝	全球范围内电解铝供过于求, 我国电解铝产能为 1800 万吨, 占全球 42.9%, 产能利用率仅为 73.2%
造船	我国造船能力为 6600 万载重吨, 占全球的 36%, 而 2008 年国内消费量仅为 1000 万载重吨左右, 70% 以上产量靠出口。

数据来源: 国家发改委

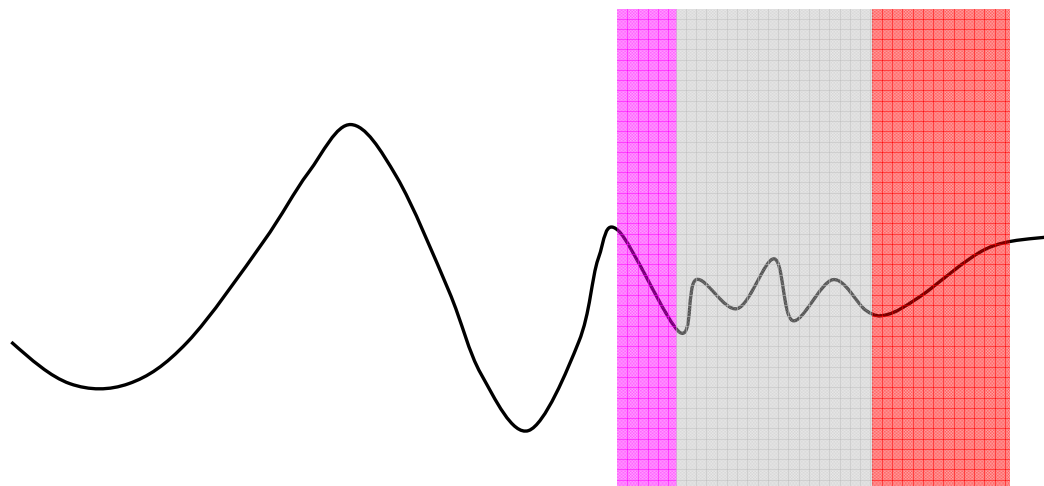
3、转型期的宏观经济演化过程和特征

我们将转型期的经济特征概括为如下几点:

- 1、转型期的结构性特征决定了宏观经济是一种弱势均衡, 这种弱势均衡是老周期向新周期之间的过渡, 既不是经济二次探底, 也不是新一轮周期的上升;
- 2、转型期是要解决过度刺激经济后遗症的过程、也是寻找新的经济增长点、更是深化结构性改革解决中长期问题的交织过程。
- 3、转型期是城市化扩散的过程, 通过城市化向扩散试图缓解结构性萧条行业下滑的速度和程度, 同时, 也是传统行业发生并购重组的过程;
- 4、从经济波动演化过程看, 未来半年首先表现为经济回归温和增长和通胀见顶回落的过程, 在未来一两年之内大概都是在温和增长水平上下波动 (8.5%)、低通胀 (2%) 状态 (低通胀的原因在于有效需求疲软), 未来一两年内股市可能都是没有明确趋势的震荡。
- 5、在经济转型期的后期 (也许一两年后), 因为经济转型成效逐渐显现、新生力量逐渐战胜颓废的力量、经济将进入新一轮回升和低通胀状态 (届时的低通胀是因为经济效率提升、经济结构调整的作用), 那时股市会重新走向新一轮牛市;
- 6、转型期是个政策多样化时代, 涉及民生、社保制度改革完善、新兴产业培育、民间投资领域释放、区域经济再平衡、环境保护、税收制度和收入分配制度改革等, 这些政策中收入分配制度改革对于经济转型具有决定性意义。这也意味着股市中有很多热点;
- 7、在行业方面是结构性萧条和结构性繁荣的并存, 是传统行业去产能的过程 (搞西部开发、城镇化和保障房等政策是试图减缓这些行业结构性萧条的程度)、是部分新兴行业和部分消费品相对较为景气 and 产能扩张过程。

8、体现在微观上应该是产品质量和品牌建设、国际竞争力重塑、生产和管理方式追求更加科学和效率的过程；体现在社会层面，社会保障制度是更加完善、人的生活质量更高、社会会更加公平、收入分配之间的差异缩小的过程。

图 16: 经济转型过程中的经济波动



资料来源：招商证券研发中心

4、小结

如果转型能够成功，那么，未来两三年的经济演化过程可能会有大致的两个阶段：近期是经济复苏的退潮和后遗症的处理，这一过程可以描述为温和增长温和通胀；远期是经济结构调整成功后开启一轮新的经济增长，是温和增长和低通胀。而滞胀或者说高通胀都是短暂的甚至是不可能发生的事情。

四、等待新的起点

1、转型期牛市需要什么条件？

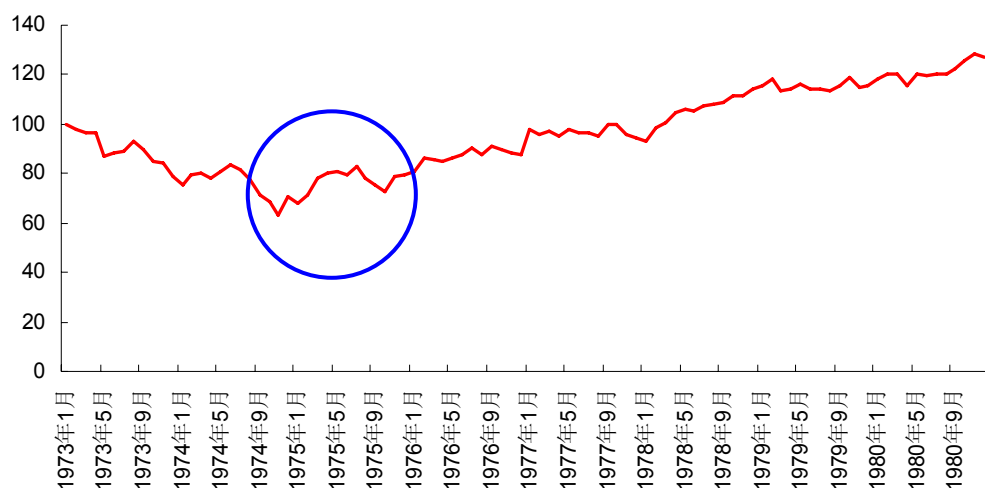
我们比较感兴趣的问题是，新一轮周期会有什么迹象可供我们识别从而可以确定牛市又来了呢，有什么样的具体指标可供参考？按照我们对经济转型期的理解，未来股市发生反转的条件从逻辑上讲不应再看经济增速速度，而应重视经济结构调整的进展和成效。

我们认为，下一轮牛市应该具备三个条件：

1、消费率提升；2、劳动生产率提升；3、传统产业的产能去化过程要结束。

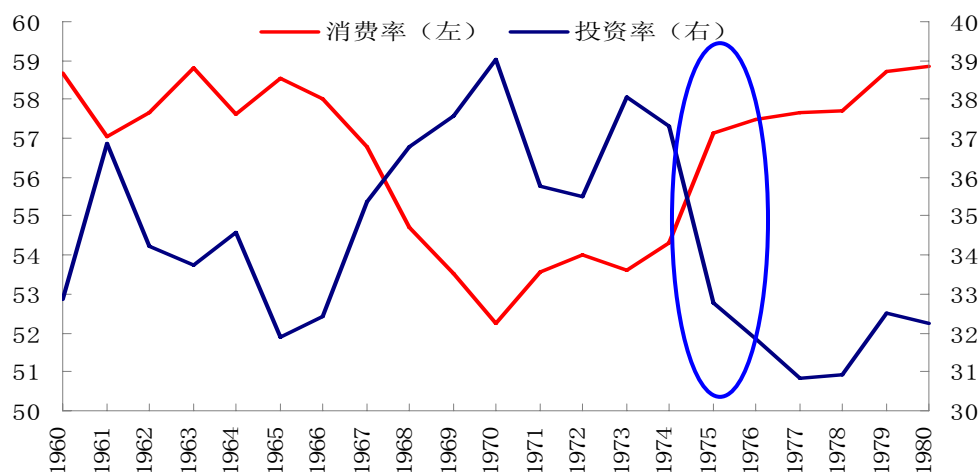
原因在于，经济转型的目标是要实现消费对经济增长的拉动，在消费率提升之前我们不能判断经济转型的成功；另一方面，从企业盈利能力角度看，只有看到劳动生产率的提升才意味着企业不再需要依赖过去成本优势而生存，而是依赖技术或者管理的提升获取竞争力；至于第三个标志，主要是由于A股市场中传统行业比重较大，所以只有当传统行业产能去化过程完成、产业集中度出现明显集中之后，这些行业从而股市才有望整体好转。上述的分析得到了日本经济转型过程中股市由跌转升检验。

图 17: 75 年之后日本股票指数重拾升势的原因在于经济转型的成效积累



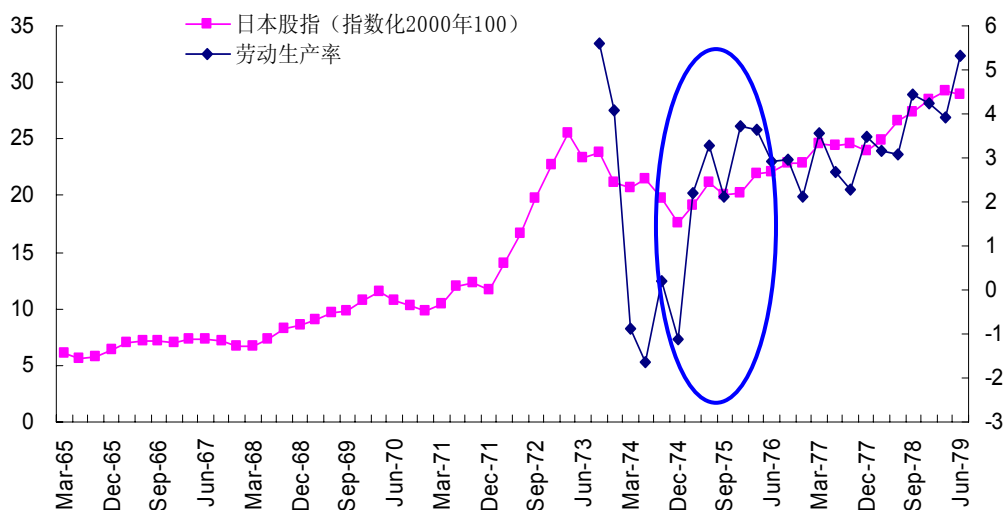
数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 75 年后日本经济转型的成功体现之一: 消费率的大幅提升



数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 19: 75 年后日本经济转型的成功体现之二: 劳动生产率的大幅回升



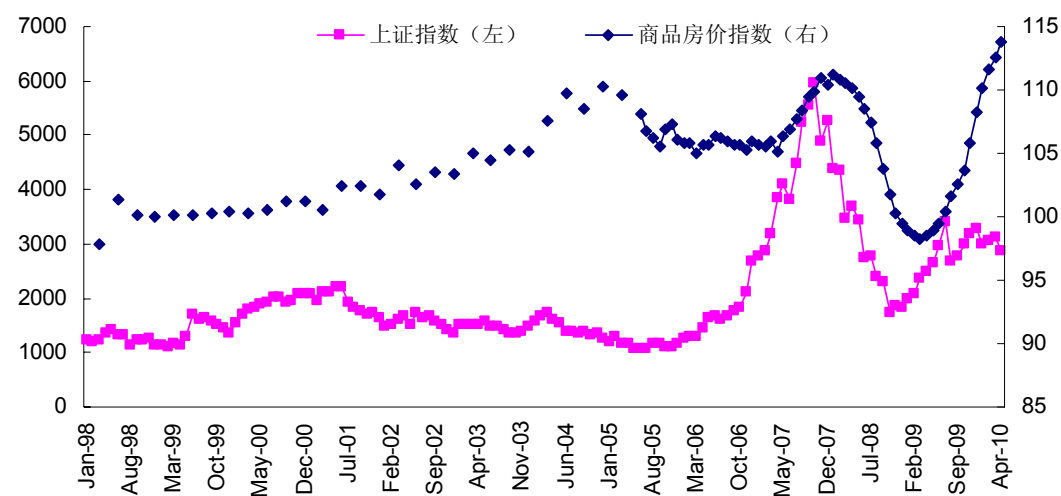
数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

2、下半年：若政策放松会有反弹，但不是反转

若政策放松，市场会有反弹。从经济周期波动和股市之间的关系看，二、三季度是类滞涨阶段，此阶段股市表现往往欠佳，当经济放缓和通胀见顶回落之后，若宏观政策放松，市场会出现反弹。但需要指出的是，政策的放松力度很显然已不可能再像 2009 年那样。

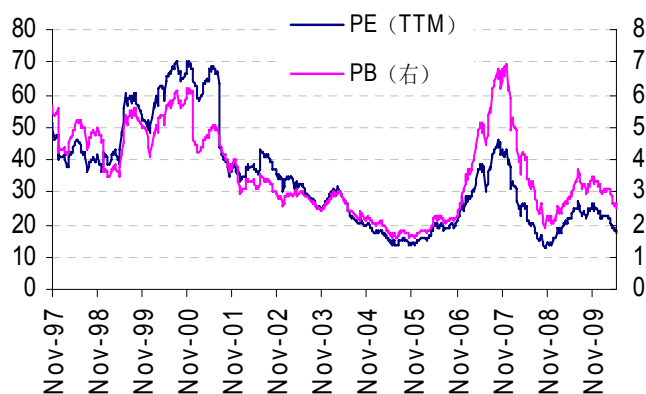
但不是反转。经济增长中枢下降会约束企业资本回报率和估值水平，真正的反转必须等待经济转型成功的指标出现：消费率提升和劳动生产率提升。届时，需求才可以重新扩张、企业才可以通过生产率提升改善资本回报率和企业盈利能力。

图 20：房地价格指数和股票指数的波动趋同性很明显



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 21：上证综指历史估值水平



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 22：货币缺口（M2—名义 GDP）



资料来源：Wind，招商证券研发中心

五、转型期的投资线索：产业轮动转化为结构性延展

上半年资本市场对医药、TMT、新兴产业的热衷和对传统行业的抛弃既反映了经济周期中的产业轮动，又反映了投资者对经济转型期的一种布局和战略性投资选择。

未来会怎么样，我们认为，当周期波动遭遇经济转型，产业轮动很可能逐步转化为结构性分化的延展：新兴产业会发生分化、基础消费很可能持续较好、传统行业探底反弹但仅仅是反弹而已，投资思路上仍然可能是以自下而上为主。

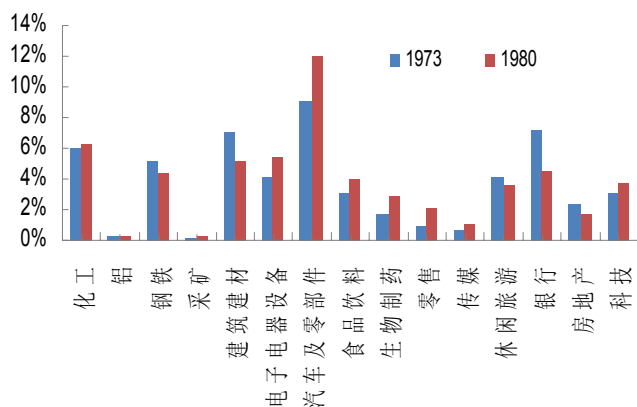
1、新兴产业的发展要经过很长时间才能显现成效、贡献业绩，而且当前所认为的新兴行业未必真的符合未来经济增长的规律，所以新兴行业下半年会逐渐发生分化，能体现出业绩增长的新兴企业值得坚持；

2、按照常规的产业轮动，传统行业在经济增长和通胀回落之后，随着政策放松会重新进入新一轮轮动，但当经济周期的波动被经济转型所打断时，如果政策还能够放松一点空间的话，对这些行业来说会形成反弹，但仅仅是反弹而已，因为中期内还要面临痛苦的去产能和转型；

3、医药等基础消费品行业在正常的产业轮动规律中是后周期行业，按常理未来应当发生补跌，但作为符合经济转型方向的行业，产业轮动有望转化为持续性的结构性表现。

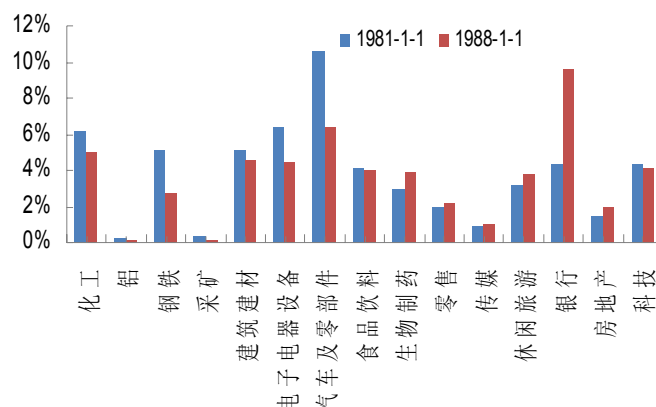
从国外经验看，我们仍以日本 70 年代之后经济转型过程为例，同样可以发现生物制药、零售、传媒、食品饮料、科技等行业的市值持续扩大；而钢铁、有色、化工、采矿等行业的市值持续出现缩小；汽车行业的市值在转型初期扩大后期缩小；银行地产的市值在转型前期缩小转型后期扩大。

图 23：日本经济转型期各主要行业市值比重变化



资料来源：DATASTREAM，招商证券研发中心

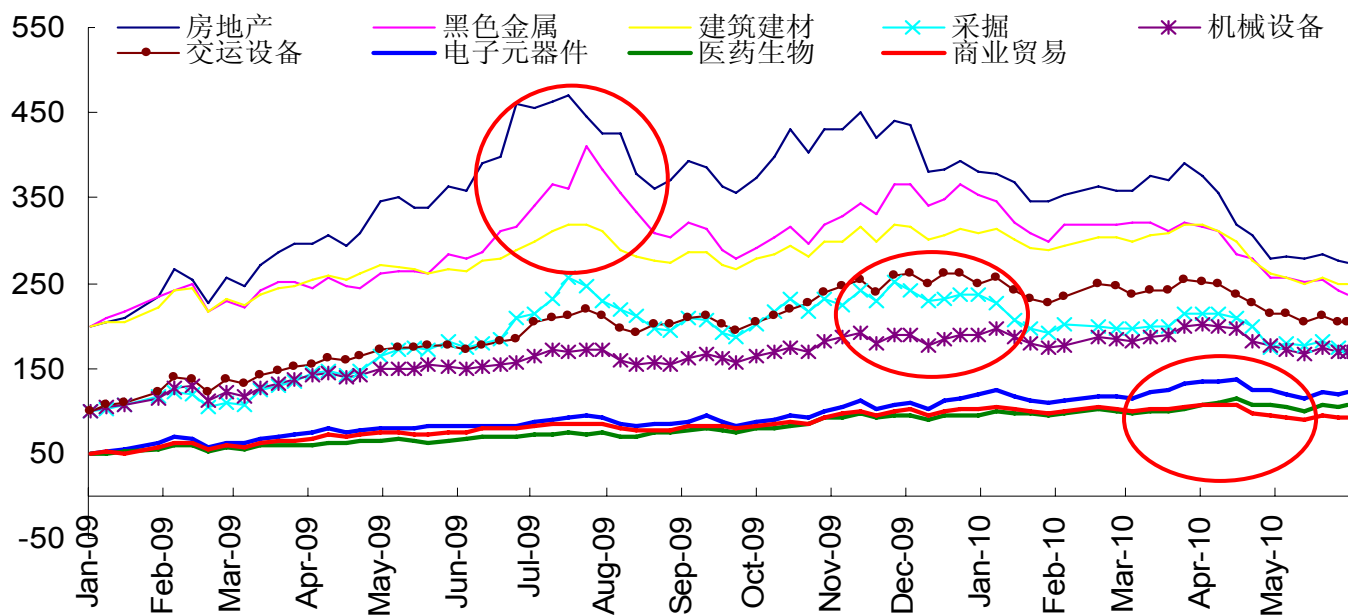
图 24：日本经济转型之后的各主要行业市值比重变化



资料来源：DATASTREAM，招商证券研发中心

根据上述分析，我们建议超配医药、商业、食品饮料、旅游、传媒、电子等消费品行业，以及与新兴产业相关的新技术、新材料、新能源等。如果政策在经济回落和通胀回落后再次放松，那么地产、银行、建材、煤炭等周期类行业会有阶段性反弹，但估计持续性不会太久。

图 25: 当经济周期遇到经济转型, 行业轮动有可能延展成行业持续分化



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

表 6: 下半年行业配置建议

行业	基准权重	建议配置	状况	重点公司
医药	5.10	12.10	超配	爱尔眼科、鱼跃医疗、恩华药业、贵州百灵、信立泰、东阿阿胶、一致药业、华北制药、双鹭药业
批发零售	3.03	4.53	超配	广州友谊、新华百货、天虹商场、东百集团、人人乐、武汉中百、苏宁电器
食品饮料	3.70	5.70	超配	安琪酵母、双汇股份、贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、洋河股份、山西汾酒、水井坊、金种子酒、星湖科技、伊利股份
农林牧渔	1.80	2.09	超配	登海种业、敦煌种业、圣农发展、獐子岛、好当家、开创国际、海大集团、通威股份、南宁糖业
旅游	0.60	1.05	超配	华侨城 A、中青旅、锦江股份、黄山旅游、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、湘鄂情、金陵饭店
建筑施工	1.73	2.53	超配	东华科技、东方园林、金螳螂、中工国际
航空机场	1.20	2.39	超配	东方航空、南方航空、中国国航、厦门空港、上海机场、深圳机场、白云机场、中信海直
航天军工	0.51	0.85	超配	中国卫星、中航精机、博云新材、航空动力
有色金属	3.57	4.88	超配	西藏矿业、云南锗业、鲁丰股份、东阳光铝、包钢稀土、厦门钨业、中金黄金、山东黄金
纺织服装	1.39	2.00	超配	罗莱家纺、富安娜、美邦服饰、伟星股份、七匹狼、星期六
家电	1.63	2.01	超配	格力电器、华意压缩
电力设备	2.29	3.50	超配	湘电股份、长园集团、科陆电子、卧龙电气、许继电气、国电南瑞、百利电气
电子	1.58	2.12	超配	莱宝高科、海康威视、水晶光电、生益科技
传媒	0.78	1.20	超配	博瑞传播、歌华有线、天威视讯、武汉塑料、华谊兄弟、奥飞动漫、蓝色光标、省广股份
保险	5.79	5.79	标配	中国平安、中国人寿、中国太保
电力	3.00	3.00	标配	长江电力、国电电力、金马集团、金山股份
公用事业	0.63	0.63	标配	桑德环境
化工	4.11	4.11	标配	浙江龙盛、新纶科技、普利特、烟台氨纶、鼎龙股份、回天胶业、禾欣股份、多氟多、当升科技、利尔化学、联化科技、诺普信
机械	3.58	3.58	标配	潍柴重机、三一重工、中国北车、中国一重
建材	1.79	1.79	超配	伟星新材、南玻 A、海螺型材、濮耐股份、北新建材
计算机	2.09	2.09	标配	长城电脑、科大讯飞
通信设备	1.24	1.24	标配	中兴通讯
通信服务	1.10	1.10	标配	中国联通
银行	21.22	11.88	低配	兴业银行、浦发银行

房地产	4.91	3.91	低配	金地集团、荣盛发展、冠城大通、格力地产、首开股份、鲁商置业、福星股份
钢铁	2.72	1.32	低配	宝钢股份、太钢不锈、鞍钢股份、八一钢铁
煤炭	3.07	2.5	低配	西山煤电、盘江股份、山煤国际、国投新集、兰花科创、大同煤业、国阳新能、开滦股份、潞安环能、兖州煤业
石油石化	5.09	3	低配	中国石油、中国石化、沈阳化工、英力特
汽车	3.18	2.98	低配	上海汽车、一汽轿车、广汽长丰、潍柴动力、福耀玻璃、威孚高科、中鼎股份、天润曲轴、威孚高科、云内动力、西藏矿业、中信国安、江苏国泰、佛塑股份、佛山照明、中国宝安
水陆运输	3.69	2.5	低配	铁龙物流、大秦铁路、广深铁路、中远航运、粤富华、海峡股份
造纸印刷	0.67	0.4	低配	岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业、晨鸣纸业
证券信托	2.13	1.23	低配	中信证券、宏源证券、海通证券、光大证券
综合	1.07	0	低配	

资料来源：招商证券研发中心

注：行业分类为招商行业分类标准，行业权重以 2010 年 6 月 9 日行业流通市值比重为基准。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈文招：南开大学经济学硕士。曾工作于国家发改委经济运行局。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、投资策略、产业比较和选择等方面的研究。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心，目前负责策略研究。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年进入招商证券研发中心，从事策略研究。

张权：武汉大学经济学硕士，2 年宏观研究经验，2010 年进入招商证券研发中心，从事宏观策略研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。