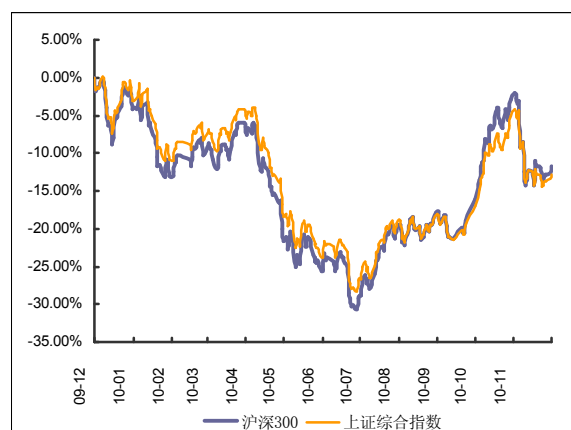


震荡攀升

报告日期: 2010 年 12 月 6 日



市场数据: 2010 年 12 月 6 日

报告类型: 市场策略

上证指数: 2857.18

深圳成指: 12422.79

研究员: 王志宏

证书编号: S0770209080044

电话: (0351) 7219920

E mail: wangzh@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·长治路111号

山西世贸中心A座F12

邮编: 030012

网址: <http://www.dtsbc.com.cn>

十年牛市酝酿中，长期投资时代来临

A 股长期投资策略系列报告之一

投资要点:

- 通过对宏观经济和股市的综合分析，我们认为中国宏观经济已步入了改革开放以来的第四轮朱格拉宏观经济周期。与此相对应，我国股市也已开启了新一轮周期。目前我们正处于十年牛市的起点，股市整体具有明显的长期投资价值，预计在本轮牛市中上证指数将至少会突破 10000 点高度。受各种因素影响预计 2011 年 A 股市场将呈现区间震荡的态势，在特殊事件冲击下不排除出现较大幅度调整的可能。但是经济已经确实步入了新一轮周期，复苏道路尽管曲折但前途光明，市场每次下跌都将是买入良机。
- 未来十年我国经济整体增速将低于前两个周期。经济增长方式将由原先的粗放型发展模式转变为集约型。从拉动经济的三驾马车来看，投资将向中西部倾斜，城市化发展、承接东部产业转移、以及基础设施建设都需要大量的投资；东部地区延续出口导向发展战略，由于东部具备坚实的工业基础、相对过剩的高端人力资本，未来发展方向是加快现有产业的升级，提升其在国际产业链中的地位，具体沿着 OEM（贴牌生产）到 ODM（原始设计制造，）再到 OBM（原始品牌制造）的路径拓展。
- 未来十年投资主线
 - （1）鉴于我国进入新一轮经济周期，符合我国当前主导需求的行业将快速成长，成为未来经济的核心动力，因此以其为核心的产业集群将获得前所未有的发展；
 - （2）随着经济规模的不断扩张，约束性产业也将获得超额收益。主要包括资源约束、环境约束、农业约束和交通约束。
 - （3）普通行业中，处于成长期的产业也将拥有重要投资价值；
 - （4）消费升级类行业也必将获得超常发展的机会。

目录

新一轮朱格拉经济周期扬帆起航.....	3
全球经济周期同步化.....	3
世界经济整体迈入复苏阶段.....	4
当前世界经济面临短期困局.....	7
未来十年中国经济发展方向.....	9
未来十年中国所处经济发展阶段.....	9
中国经济发展模式的转换途径.....	11
城市化发展是扩大内需和提升产业结构的战略重点.....	13
中西部地区崛起.....	15
新周期主导产业分析.....	16
经济周期与主导产业.....	17
房地产和汽车行业仍将是本轮周期主导产业.....	18
新兴产业将成为我国未来重要的主导产业.....	18
十年牛市开始，长期投资时代来临.....	19
经济周期和股市周期关系.....	19
我国股票市场已经成为宏观经济晴雨表.....	22
股市新周期开始，具备长期投资价值.....	23
未来投资主线.....	24
1. 主导产业.....	25
2. 约束产业.....	25
(1) 资源约束：新周期资源为王.....	25
(2) 环境约束：环保产业黄金时代来临.....	26
(3) 农业约束：农业基础设施将成为主要投资方向.....	26
(4) 交通约束：现代物流产业将兴起.....	26
3. 成长期行业.....	27
4. 主导消费类行业.....	27

图表目录

图表 1 改革开放以来中国经历了三轮朱格拉宏观经济周期.....	3
图表 2 全球部分国家经济增长周期（GDP 实际同比增长%）.....	4
图表 3 全球主要经济体 GDP 增速恢复到危机前水平.....	5
图表 4 全球新兴国家 GDP 增速.....	5
图表 5 我国已经进入复苏周期.....	5
图表 6 金融危机影响尚未出清.....	7
图表 7 世界各国 CPI.....	8
图表 8 世界各国 PPI.....	8
图表 9 经济发展阶段特征.....	10
图表 10 我国正处于从工业化中期向后期过渡阶段.....	12
图表 11 价值链增值的微笑曲线及产业升级方向.....	13
图表 12 第三产业占比仍然偏小.....	14
图表 13 城市化率仍然偏低.....	15
图表 14 经济周期与主导产业.....	17
图表 15 美国经济与股市关系（GDP 同比增长率）.....	19
图表 16 GDP 现价同比增长率与标普 500 指数同比增长率.....	20
图表 17 香港经济与股市关系（GDP 同比增长率）.....	20
图表 18 朱格拉周期与股市的理论关系.....	22
图表 19 我国股市与宏观经济长期背离不会再现.....	23

在预测股市方面，市场上存在着众多的分析方法。我们的判断依据是：“宏观经济决定股票市场的长期趋势，货币政策及其引致的流动性影响股市的中期趋势”。

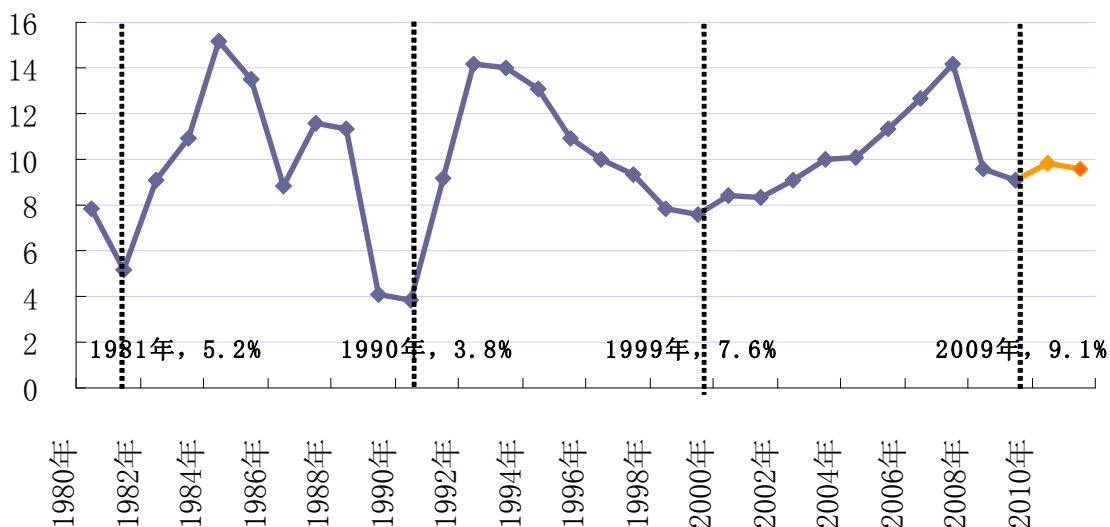
新一轮朱格拉经济周期扬帆起航

全球经济周期同步化

熊彼特认为经济周期分为长中短三类，每一个长周期包括 6 个中周期，每一个中周期又包括三个短周期。短周期（也称基钦周期）约为 40 个月，中周期（朱格拉周期）约为 9-10 年，长周期为 48-60 年，往往以重大的创新为标志。在这三类经济周期中以朱格拉周期最为重要，其核心是以固定资产投资为代表的设备投资更新周期，最终实现的是经济增长驱动力的转换与产业结构转型。目前世界各国经济波动基本同步化，所表现出来的典型周期特征便是朱格拉周期。如果不加以特殊说明本报告中讲的周期便特指朱格拉宏观经济周期。

改革开放以来，我国经历了 3 轮完整的朱格拉宏观经济周期。其中，在发生于八十年代的周期中我国进行了深入经济体制改革，九十年代我国建立了完善的市场经济体制。2001-2009 年以来的周期是我国市场机制完善后的首轮经济周期，表现出了与以往不同的波动特征。经济上升期波动更为平稳，更为健康。

图表 1 改革开放以来中国经历了三轮朱格拉宏观经济周期

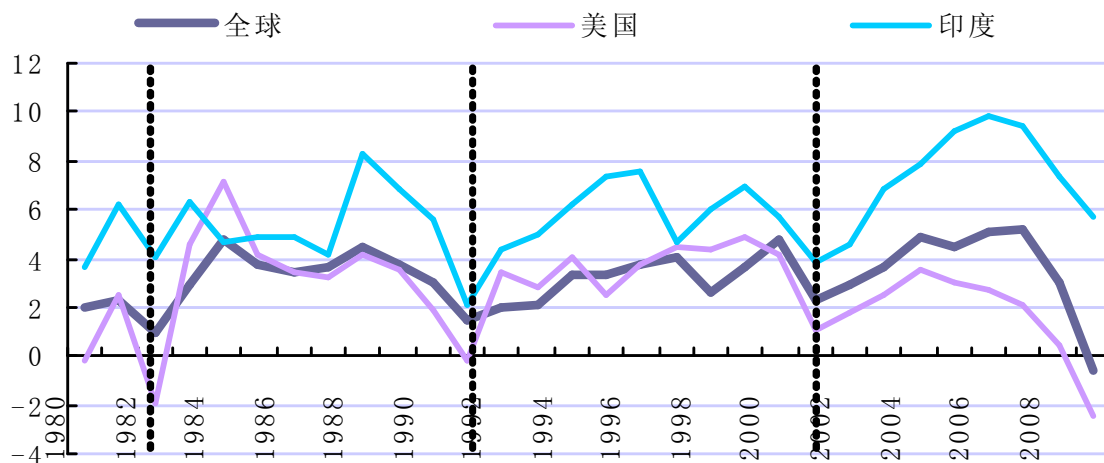


数据来源：国家统计局，大同证券

注释：经济周期判断指标为 GDP 同比增长率，采用“底-底”判断法。

随着世界分工的深化，全球经济一体化进程加速，世界各国的朱格拉经济周期开始表现出同步化的特征，起止时间随其在世界产业链中的分工差异而略有不同。从图表2可以看出，世界上主要国家经济波动大体吻合。与全球经济周期相比，我国要领先一年左右。

图表 2 全球部分国家经济增长周期（GDP 实际同比增长%）

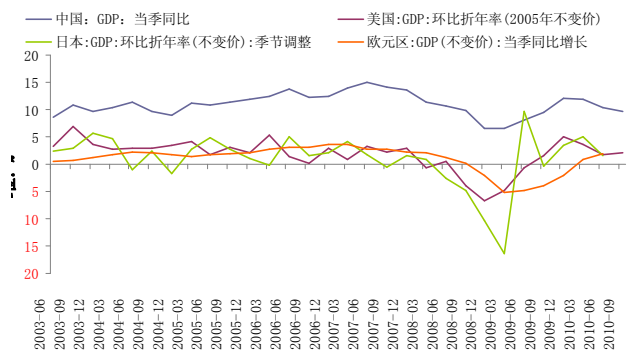


数据来源：Wind 大同证券

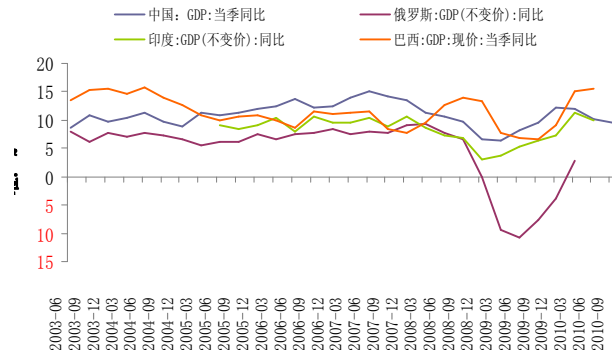
世界经济整体迈入复苏阶段

自 2008 年第四季度探底以来，全球主要经济指标都开始好转。亚洲和拉美新兴经济体继续领跑全球复苏，发达国家也表现出了超出预期的强势增长。目前全球范围内的工业生产和全球零售基本都恢复到了国际金融危机前的水平，世界经济开始进入良性循环阶段。IMF 因此将 2010 年全球国内生产总值增速预测提高到了 4.6%，标志着世界经济已经步入新一轮增长周期。

图表 3 全球主要经济体 GDP 增速恢复到危机前水平



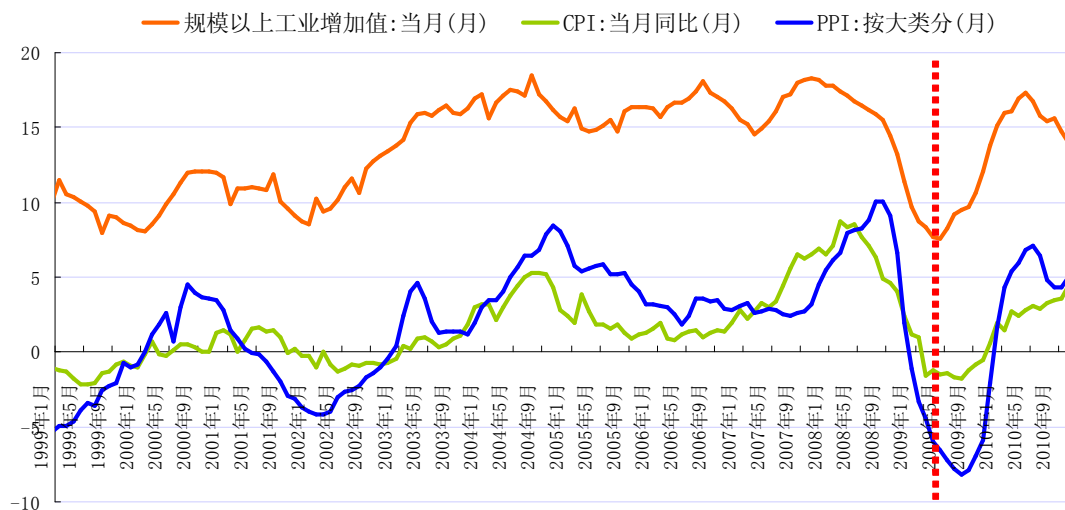
图表 4 全球新兴国家 GDP 增速



数据来源：大同证券

从季度 GDP 增速来看，中国已经成功地恢复了经济稳定，经历了典型的 V 型复苏。我国当前的宏观经济事实上是一种工业经济，其波动也是反映工业生产的周期，因此可将工业增加值作为替代 GDP 的月度宏观经济指标。从这个指标我们可以看出 2009 年 3 月以来，我国经济开始强劲复苏。虽然当前部分短期指标有所回落，但从长期趋势来看我国已经进入了新一轮周期。

图表 5 我国已经进入复苏周期



数据来源：大同证券

整体来看，当前世界经济已经步入复苏阶段，我们认为新一轮经济周期将存在以下几个特点：

经济迈入中周期复苏阶段，但经济增长将放缓

从长周期角度来看，全球经济波动并不一致。由美国次贷危机引发的全球金融危机表面上产生于虚拟经济，更深层次的原因是由电子信息等科技革命所支持的长周期的终结。发达国家虽然先后步入了新一轮中周期，但长周期带来的负面效应完全出清。这种长周期和中周期带来的效应叠加，使得当前发达国家复苏基础薄弱，未来增长放缓。

新科技革命正在孕育中

世界经济发展史表明，每一次大的经济危机往往孕育和催生一场新的科技革命。正是科技上的重大突破和创新，推动着世界新一轮长时间繁荣，而这也正是形成“长周期”的原因。

在前期科技文明的积累下，世界将进入空前的创新密集和产业振兴年代。新能源、电动汽车、新材料、物联网、生物技术都将成为新一轮长周期的主导产业。真正掌握这些技术，并率先产业化的国家将在国际竞争中获得绝对的优势，将改变未来世界经济格局。

但是这些产业当前仍然处于初创期，仍存在技术性难题需要攻克。当这些行业进入成长期也就是发达国家迈入长周期繁荣阶段的时刻。

美国经济地位相对下降，美元汇率将波段性走低

随着经济全球化的发展，美国经济在世界经济中的地位将持续下滑，美元在世界货币体系中的垄断地位也在不断弱化，此外，美国当前的经济困境也决定了其在相当长一段时间内必须采取量化宽松政策和弱势美元政策。因此，下跌态势仍将是美元汇率在未来相当长时间内的主旋律。虽然全球内发生的各种局部事件的恶化会引发避险资金回流、美国经济复苏相对欧日较好等都会使得美元汇率在短期内获得较强支撑，使得美元汇率在短期会出现反弹，但长远来看美元汇率将波段性走低。

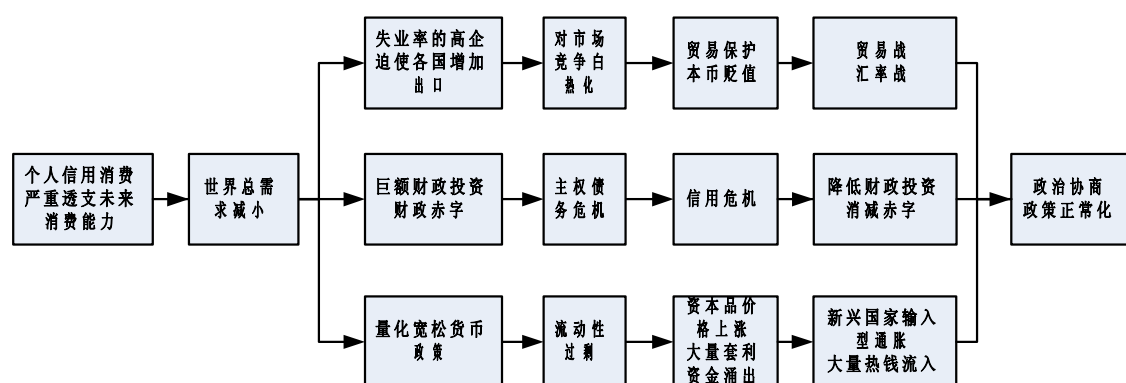
新兴国家将成为经济发展的火车头

从上世纪 70 年代开始欧美发达国家以消费和负债为支撑的经济模式获得了超常的发展，但这种模式对任何国家来说都是不可持续的。近四十年的全球信用消费已经提前超额透支了未来的消费能力，欧美国未来有效需求的恢复将是非常缓慢的过程，这将对发达国家经济发展形成极为长远的制约作用。与此相反新兴国家在这次金融危机中并未受到太大影响，其强劲的发展态势成为拉动世界经济复苏的重要动力。新兴国家在本轮周期中将成为新周期经济发展的火车头，主要经济体都迎来了重要的战略机遇期。

当前世界经济面临短期困局

虽然当前全球经济已经进入新一轮周期，但金融危机带来的负面影响仍未出清。上世纪 70 年代以来欧美高速发展的信用消费严重透支未来的消费能力，在次贷危机爆发后资产的缩水导致大量家庭住户破产，从而导致世界总需求的萎缩，这将从三个渠道影响全球经济。

图表 6 金融危机影响尚未出清



数据来源：大同证券

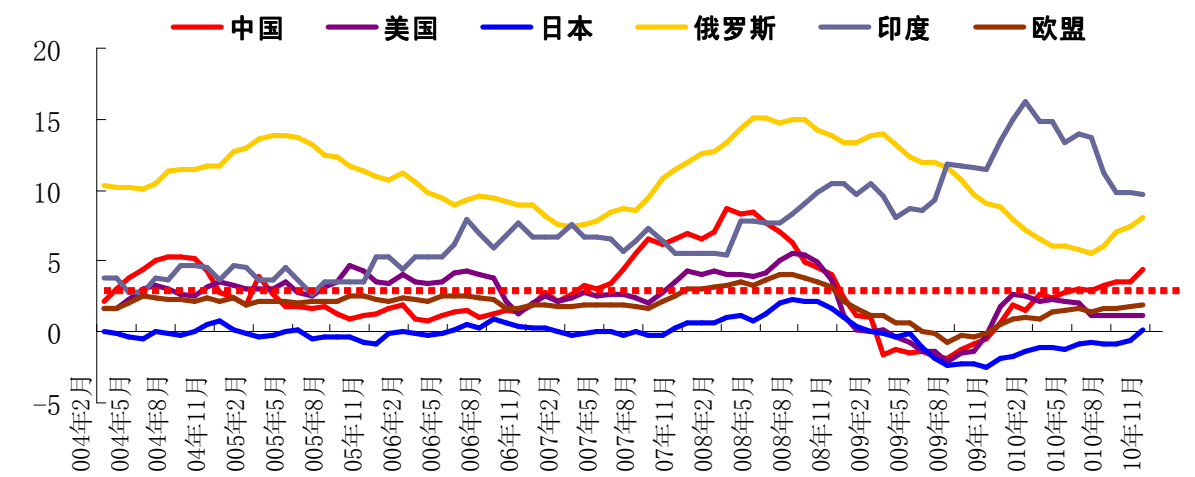
如上图所示：

途径一：为了解决就业问题加速经济的复苏，世界各国先后推出了出口战略，全球对需求市场的竞争趋于白热化。为了扩大出口，提高自身竞争能力，部分国家一方面通过贸易保护来加大对本国市场的控制，另一方面通过本币贬值来促进自身竞争力，从而致使近期国际贸易纠纷不断。

途径二：为解决内需不足问题，各国推出了前所未有的巨额财政投资，导致出现主权债务危机。欧盟成员国由于缺少货币政策决定权，因此首先出现主权债务危机。

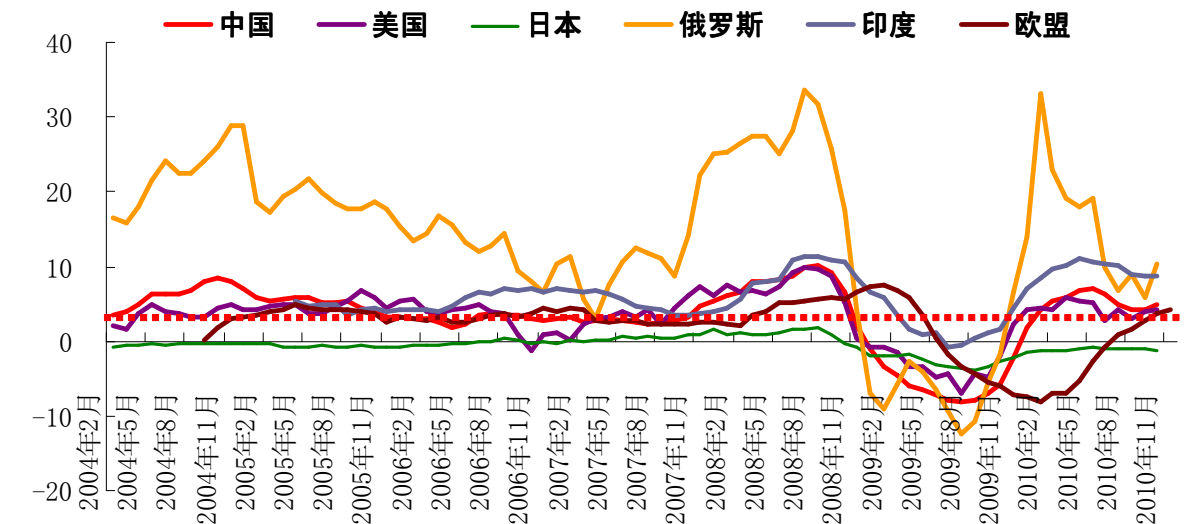
途径三：发达国家在本轮周期中受创较深，经济恢复动力不足。为此坚持实施量化宽松政策，最终将引发全球性的通货膨胀。新兴国家面临恶性通胀和大规模热钱流入两大难题，政策实施面临困局。

图表 7 世界各国 CPI



数据来源：大同证券

图表 8 世界各国 PPI



数据来源：大同证券

此外，因为所处大经济周期阶段不同，经济背景不同，面临的困难也不一样。导致各国在退出的时机和力度上不一致，引发了大规模的国际套利，加剧了国际投资资本的游动，并导致了国际资本市场和主要货币汇率的剧烈波动。特别在新兴国家通货膨胀高企，开始步入加息周期后这种套利行为更加明显。由于美国和日本是国际投机资本的主要融出地，使得发达国家和

新兴国家之间矛盾加大。

长远来看经济全球化是不可逆转的趋势，全球恶性竞争只是临时性的应急行为。随着世界经济步入良性发展阶段，全球有效需求将再次扩张上述各种问题也将逐步缓解。但短期内这些矛盾将对全球资本市场造成剧烈冲击，未来将更多依靠政治力量来协调。

小结：

作为全球最大的发展中国家、最大的制造基地，中国的经济早已融入世界经济中，成为了其中最重要的一环。因此，国外经济的波动将会对我国经济产生较大冲击。而且当前世界经济面临的短期困局使得发达国家和新兴国家之间的对立更加明显，中国首当其冲将受到一些负面影响。虽然说中国的宏观经济形势比较好，但复苏的过程也将充满波折。

未来十年中国经济发展方向

改革开放三十年来中国经济持续高速增长，创造了举世瞩目的“中国模式”。但在经济发展到工业化中级阶段开始向高级阶段迈进时，原有发展模式并不能成为支撑我国经济持续高增长的动力。我国经济结构中存在的一些结构性问题开始制约我国经济的进一步的发展，结构转型势在必行。

我国当前经济结构矛盾主要表现在以下几方面：拉动经济增长的三驾马车中，消费过小；我国工业总体级别较低，处于世界产业链利润最低端；区域经济差距较大；三次产业中第三产业产值占比较低与我国所处经济阶段不协调。

未来十年，我国经济结构转型主要包括四个方面，消费结构升级、城市化深化、产业结构升级、区域经济平衡发展。

未来十年中国所处经济发展阶段

在市场经济中消费决定生产，一切生产的目的在于满足消费者。消费种类虽然繁多，但归纳起来不外乎衣、食、住、行、服务。衣包含内容比较广泛，不仅有衣服、还包括各种生活用品等，可统称为轻纺产品；住指住房，行指各种出行工具，如家用小汽车、公共交通工具等。由于汽车本身属于重化工产品，住房的主要材料，如钢铁、水泥等也都是重化工产品，因而它们属于同一个层次，都是重化工产品。服务指商业、餐饮旅游、金融等所有非物质产品，也就是第三产业产品。

消费需求的发展过程是一个主导消费需求不断转换的过程，农产品需求、轻纺产品需求、住行需求和服务需求依次成为主导消费需求，这是消费需求变化的一个重要规律。它主导社会经济依次经历了农业、轻纺工业、重化学工业、服务 4 个发展阶段。对于大国来说，经济发展的这几个阶段是无法跨越的，人们常说的消费结构升级事实上就是这种基于财富积累基础上的主导消费需求上升的过程。主导消费需求的变化又决定了产业结构的升级。

图表 9 经济发展阶段特征

	主 导 消 费需求	产业结构升级	先导产业
传统（农业）社会阶段	食	产业结构由以农业为主	农产品
工业化初期 （轻纺工业阶段）	衣	产业结构由以农业为主逐步向现代工业为主转变。工业中则以初级产品的生产为主。	衣服等轻纺工业和低档电器成为主导产业
工业化中期 （重化工业初期）	住行	制造业内部由轻型工业的迅速增长转向重型工业的迅速增长，第三产业开始迅速发展，处于重化工业阶段。	房地产、交通工具开始进入高速成长期，成为先导产业； 健康食品、非实物消费（旅游）步入成长期
工业化后期 （重化工业后期）	住 行 为 主，服务 配套	第一、第二产业协调发展，重化工业为主导产业，第三产业开始由平稳增长转入持续的高速增长，成为区域经济增长的主要力量。	房地产、交通工具进入稳定期，仍是重要支柱产业； 新型服务业（金融等）将进入高速增长期。
后工业社会阶段 （服务社会初期）	服务	制造业内部结构由资本密集型产业为主导向技术密集型产业为主导转换，同时生活方式现代化，消费品耐用化。	第三产业
现代化社会 （服务社会后期）	服务	第三产业开始分化，智能密集型和知识密集型产业开始从服务业中分离出来，并占主导地位；消费多样化、个性化。	第三产业

注释：人均 GDP 采用 2010 年美元，参照钱纳里标准换算

改革开放来的三十年是我国经济发展最快的时期，在较短的时间完成了从工业化初期向中期的过度。如果将经济周期和工业化发展阶段结合起来分析的话，改革开放以来的 1982-1990 周期和 1991-1999 年周期同属于工业化初级阶段，其主导需求都隶属于“衣”的概念，都属于纺织及轻工产品需求，但其先导产业有所不同，分别为纺织品和低档电器。这种主导需求的局部升级最后又导致了固定资产投资为代表的设备投资更新周期，即主导需求从纺织品转向低档

电器导致我国发生了新一轮朱格拉周期。

2000-2009 年周期为工业化中期阶段，主导需求为住行需求，先导产业为房地产和汽车。随着财富的积累，我国主导需求由“衣”上升为“住行”产业结构也相应从轻纺工业升级为重化工业，且正好发生在这轮周期的初期，这就是人们常说的消费结构升级。事实上消费结构升级和产业结构升级是相辅相成的，和当时所处工业发展阶段相吻合。

未来十年我国整体将处于工业化中期（重化工业初期），主导需求为住行需求。在这轮经济周期末期可能产生第二次消费结构升级，借此将迈入工业化后期阶段，需求将从房地产向第三产业过渡。但在这个周期内部，2011-2015 年仍是以房地产和汽车行业为主导产业，战略新兴产业开始快速成长。到 2016-2020，战略新兴产业也将发展成为我国的主导产业，和房地产汽车行业一起成为带动我国经济增长的强劲动力。

房地产汽车在未来十年内仍将是我国的支柱产业

消费需求变化规律和经济发展阶段转变规律告诉我们，每个经济发展阶段都有一个主导消费需求。当前我国处于新周期的开始阶段，主导产业尚处于恢复阶段。很多人对此阶段的主导产业产生疑惑。

结合实际数据可以看出，我国正处于工业化中期，也就是重化工业初期。在温饱问题基本解决后，住行需求自然就上升为主导消费需求，人民将收入增长的更大部分用于满足自己对住房和汽车的需求。由于住房价值量远大于小汽车，因此当前阶段的主导需求以住房为代表，这就决定了未来很长一段时间房地产都将是我国的支柱产业。以商品房和保障房相结合的方式将成为房地产开发的主要运行方式。

战略新兴产业产品事实上也属于重化工产品，是重化工产品的升级产品。作为旧有石化产品的替代品，将在本轮周期中快速成长。到本轮周期后期预计战略新兴产业也将发展成为我国的主导产业。

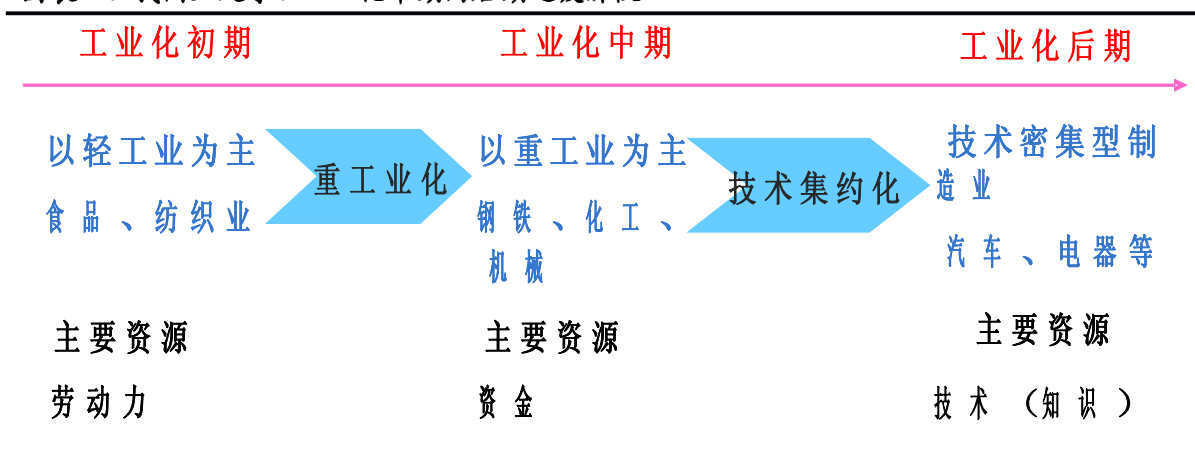
中国经济发展模式的转换途径

最近二十年中国新兴产业的生产经营表现为明显的“潮涌现象”，林毅夫在 2007 年曾提出以下观点：发展中国家企业所要投资的产业常常具有技术成熟、产品市场已经存在、处于世界

产业链内部等特征，因而全社会很容易对有前景的产能产生正确认识，在投资上出现“潮涌现象”导致产能过剩。这种现象在发展中国家的频繁发生，成为了影响发展中国家经济的重要问题。此前我国的光伏产业、风电设备产业从开始起步到总体产能过剩只用了很短的几年时间就是明证。

由于我国产业总体仍处于世界产业链中的 OEM 阶段，主要的分工集中在加工制造、零部件及装配方面，高投资、低技术是明显的特征。因此新兴产业在我国的发展阶段就产生了变形，那就是初创期几乎很短，成长期也被极度压缩。原本属于超额利润期的成长期在国内并不明显。

图表 10 我国正处于从工业化中期向后期过渡阶段



数据来源：大同证券

以往我国经济发展采取粗放式生产方式，但这种单纯靠资源投入的经济增长模式不能维持多久，引进外部技术所促进的增长也会随国内外技术差距的缩小而逐渐减弱。目前鉴于我国所处发展阶段，欧美国家很难轻易将其所掌握的高附加值核心技术转移到中国。长期来看，只有内部研发技术才是经济增长持续性的保证。我国正处于从工业化中期向后期过渡阶段，技术集约化将成为重要趋势，在这个阶段促进经济发展的主要资源是技术及知识。

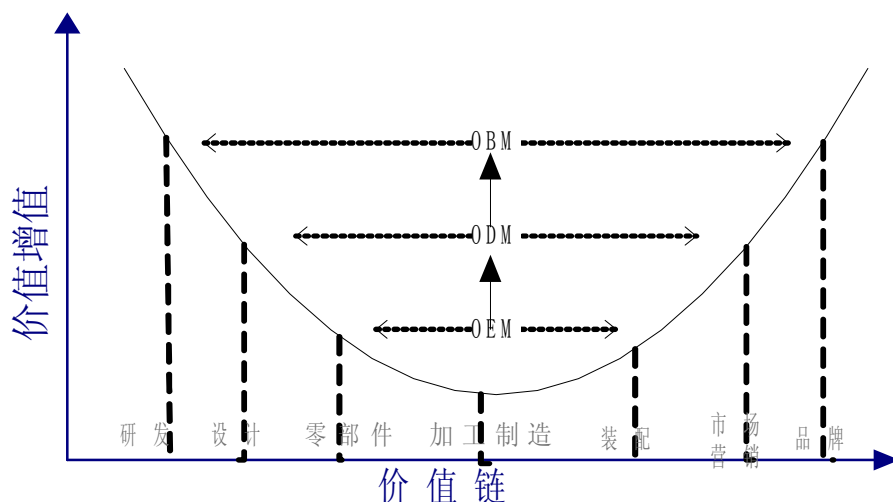
产业结构应向上下游拓展

根据价值链理论，当前散布于全球的、处于全球价值链上的企业进行着从设计、产品开发、生产制造、营销、出售、售后服务等各种增值活动。上游环节（研发、设计）和下游环节（如市场、营销、品牌）等在价值链中创造出较高的附加值，而中间环节，如零部件、加工制造、装配等环节在价值链中创造出较低的附加值。在全球利润的这块巨大蛋糕上，利益分配是

不均匀的，创造高附加值的环节的产业集群分得超大比例的收益，而创造低附加值环节的集群产额则收益微薄。

中国在大多数产业中，利用劳动力的比较优势已成功嵌入全球产业链的加工制造、零部件及装配等环节，形成以 OEM（贴牌生产）为主的格局。在这一格局下，中国每年进口大量的原材料，制造成商品后再出口到世界其他地区。由于处于全球价值链的中间环节，产品的附加值与上下游相比要小很多，产品大部分利润被上下游环节所占有。这样在消耗大量的资源并付出大量劳动力后中国 GDP 虽然很可观，但是企业利润低微，劳动者收入也无法提高，因而实际的社会福利增进有限。

图表 11 价值链增值的微笑曲线及产业升级方向



数据来源：大同证券

我国经济增长方式的转变，应当从当前低利润的中间环节向高利润的上下游环节拓展。我国产业结构升级应沿着 OEM 到 ODM 再到 OBM 的路径拓展。在利用劳动力比较优势打入全球价值链的低端环节，为拥有强大品牌优势和技术研发实力的跨国公司提供 OEM 之后，再利用代工过程中积累的资本和技术进行产业结构调整，边自行设计创新产品，边为全球旗舰企业提供模块化的 ODM（原始设计制造，）逐步沿着全球价值链向上攀升，直至开创自有品牌的 OBM（原始品牌制造）。

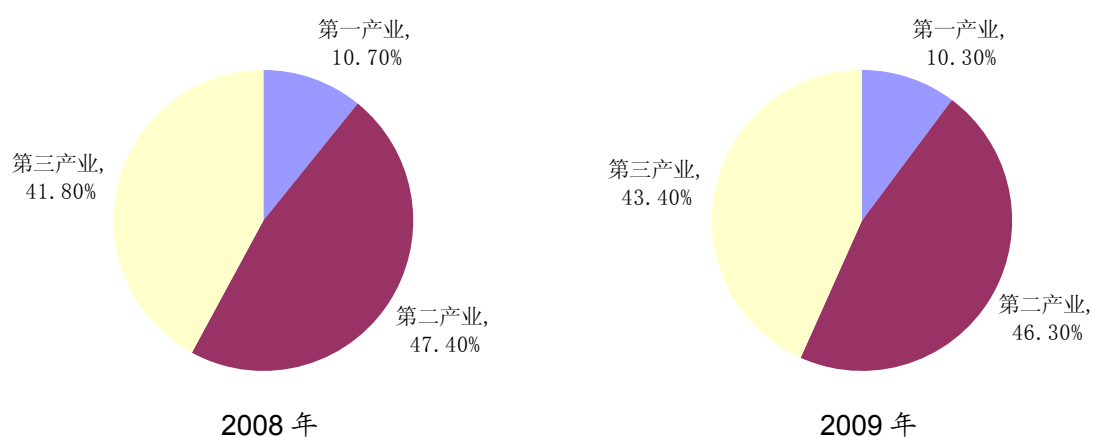
城市化发展是扩大内需和提升产业结构的战略重点

在我国经济存在较为严重的结构性问题中，其中有两个典型的问题与当前我国城市化水平不高有关：一是高学历人才的求职难和农民工等低层次劳动人员的用工荒并存。市场上最紧缺

的是具有一定经验的熟练工和技术工，而具有科技含量高学历人才却很难就业。二是与其他国家相比我国第三产业产值占 GDP 比例较低。受国外金融危机冲击我国工业生产受到严重影响，2009 年第三产业占比从 08 年的 41.8% 提升到 43.4%，但与国外相比仍然有很大差距。

这两个矛盾的存在有多方面的原因，但最主要的原因是城市化水平较低，使得第三产业始终难以得到充分的发展，而以加工企业为主的工业在吸纳高层次人才方面能力有限。

图表 12 第三产业占比仍然偏小



数据来源：大同证券

城市化在经济生活中的作用较大

城市是经济增长的基础平台，在当代经济中起到核心作用。城市化过程会引起人们生活方式向市场化转变，将直接促进有效需求的形成。由于服务产品在需求结构中处于高端地位，且其产品大多属于非实物产品，这些决定第三产业的发展和城市化的发展有不可分割的关系。

具体来说，第三产业的规模、结构与城市的规模有很大的关系。第三产业是一个涵盖范围很广的产业，不同的服务行业经营的起点规模往往是不同的。一般说来，在因工业化聚集产生的中小城市中，第三产业核心部门是流通部门，包括交通运输、邮电通信、商业饮食、物资供销等。大城市和特大城市，其核心部门则主要是外部效应较高的现代生产服务业和生活服务业，如金融保险业、通讯服务业、信息咨询服务业、会计法律业、房地产业、商业、旅游业、宾馆业等。

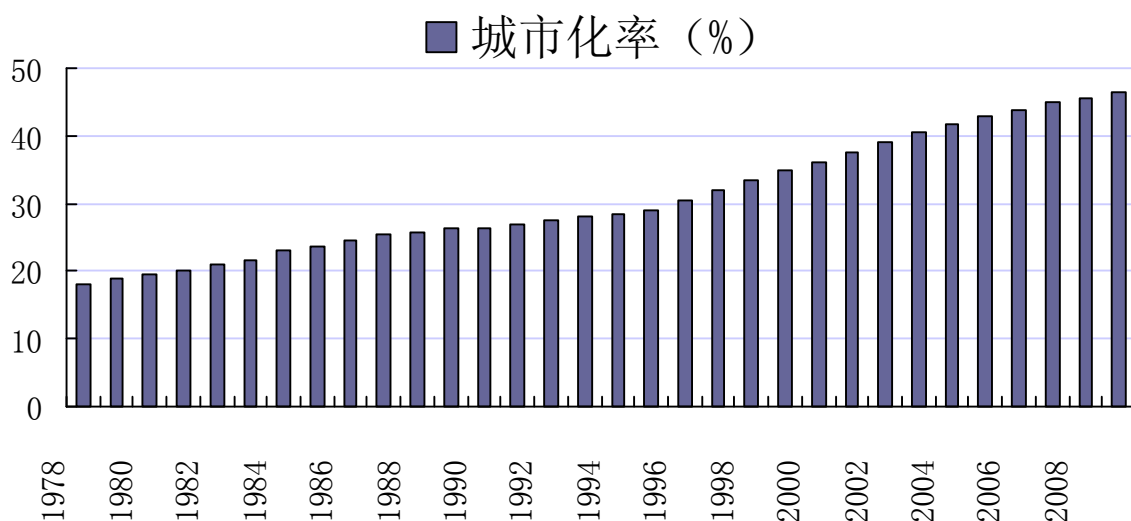
由此可见，我国当前存在的第三次产业产值占比偏低及高学历人才就业难问题都与城市化水平偏低有关。

未来十年将是我国城市化进程中的黄金时期

经过 30 年的努力，我国的城镇人口所占比重从 1980 年 7.9% 提高到 2009 年 46.59%，但我国当前城市化水平与世界发达国家相比仍然很低，全世界平均城镇比重是 55%，发达国家是 85%，美国更高达 95%。

到目前为止，我国中西部地区城市化率水平非常低，2007 年我国中部地区城市化率仅为 39%，西部则只有 37%。未来我国城市化水平的提升空间依然很大，特别是中西部地区。

图表 13 城市化率仍然偏低



数据来源：大同证券

城镇化是扩大内需、实现经济可持续发展的引擎，是支撑未来中国经济高速增长的强大动力，对于刺激消费、带动民间投资、积极扩大内需具有重要的战略意义，将带动房地产、餐饮等多个行业的发展，从而对经济平稳运行产生积极推动作用。据麦肯锡全球研究院预测，按照目前中国城镇化的发展趋势，到 2025 年中国城镇化率将达到 66%，城镇人口将超过 9 亿，城镇化带来的城市消费增量足以创造相当于 2007 年德国市场总规模的新市场。

当前城市化已经上升为促进我国经济发展战略的地位。未来十年将是我国城市化发展的黄金时期。

中西部地区崛起

区域经济发展不平衡，制约消费的内生增长

改革开放初期，我国区域经济发展战略采取了以效率为中心的非均衡发展，具体通过让一部分条件较好的区域优先发展起来，率先成为区域增长极，再通过它们的发展辐射带动整个区域发展。根据经济发展水平和区位优势，我国选择了东部沿海地区作为优先发展地区，为此在

对外开放、体制改革、投资、税收等方面实施了一系列向东部倾斜政策。

在国家优惠政策推动下，东部地区经济迅速崛起。但广大中西部却发展缓慢，与东部区域差距不断拉大。根本原因在于非均衡发展战略重点放在东部持续时间过长，在政府优惠政策的强力推动下，东部三大增长极与中、西部地区的“极化作用”被强化，而“扩散作用”却被弱化，必然要产生区域发展的不协调问题。

我国经济战略转型，未来中西部地区必然成为新增长极

改革初期我国将东部沿海地区作为优先发展地区，主要和当时出口战略相呼应。目前我国已经成为世界工厂，成为世界第一大出口国，未来持续大幅增长的可能性已经不大。而且金融危机爆发后各国纷纷调整出口战略，使得贸易竞争压力急剧提升。

我国将扩大内需提高到前所未有的高度，希望通过发展中西部地区和欠发达地区来拉动庞大的国内消费市场。我国当前现有的两大经济战略，区域协调战略和拉动内需战略都决定了中西部将是未来我国经济新的增长极。

区域战略重要性 消费战略+经济增长动力

区域协调发展战略	推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部崛起，鼓励东部地区率先发展
拉动内需战略	标志着我国将由出口拉动型经济逐步向消费拉动型经济转型——产业结构调整及转移已经上升到国家战略高度

我国区域经济发展格局

预计至2015年前，我国区域经济发展格局是：东部地区仍将保持领先，并在更为严格的土地政策、环境政策、产业政策及出口需求减少影响下加快升级，但在全局的地位还有可能降低；中部地区得近水楼台之便，在承接东部产业转移过程中将逐步实现崛起；借助于资源优势，西部开发在特色优势产业和重点区域发展方面取得明显成效；东北地区由于其特有的制造业基础优势，具有巨大的发展潜力，但目前仍面临体制创新和结构转型等诸多约束，振兴仍需时日。

预计在2020年前，我国区域经济差距会进一步缩小，中部地区将成为我国的制造中心和物流中心，西部地区将成为主要资源供给区域，部分二级增长极将成为我国经济中心区域。而东部地区产业结构将以金融服务科技服务等第三产业为主。最终使我国经济成为以内需为主的完整循环经济体。

新周期主导产业分析

经济周期与主导产业

从产业结构角度来看，经济周期的波动具有两个非常明显的特征：

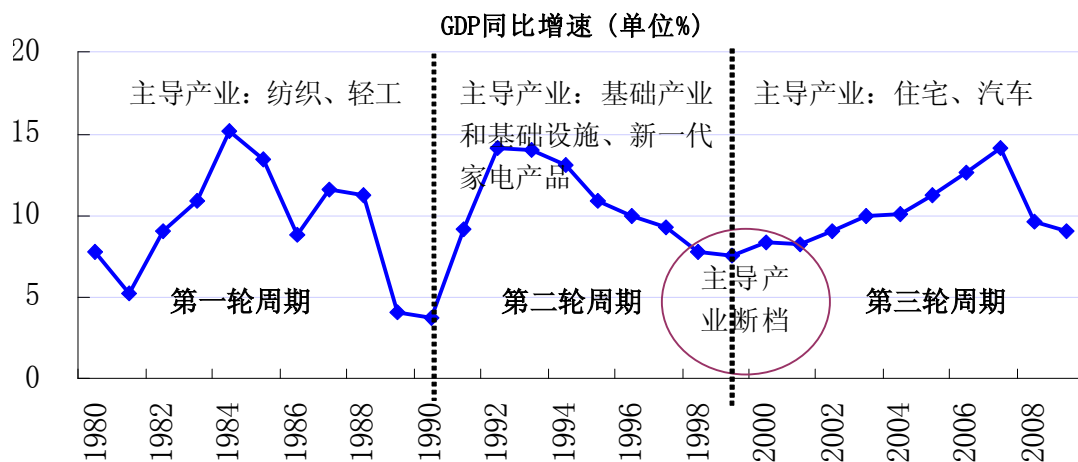
一、在经济上行阶段，经济快速增长并不是所有产业均衡增长的产物，而是由几个更快增长产业所带动，这种产业被称为主导产业。主导产业往往是生产所处发展阶段主导需求的行业。

二、不同经济周期的主导产业不同，主导产业的兴衰决定着当期经济周期的波动，主导产业的接替推动者周期的轮动。

三、新一轮经济周期能否顺利启动，取决于主导产业是否能及时启动。

改革开放以来，我国共完成了 3 个明显的朱格拉经济周期。在每轮周期中的主导产业都有所不同，具体如下图：

图表 14 经济周期与主导产业



数据来源：大同证券

在周期转换阶段，如果新的主导产业不能及时接力，就会导致经济增长的持续疲软。97 年金融危机爆发以后我国经济出现了长达 4 年的低迷期，主要原因就是出现了主导产业的“断档”，这种局面到 2002 年终于改变，一批新的主导产业浮出水面。以带头的是住宅、汽车和城市基础设施建设为主，拉动了一批中间投资品性质的产业，主要是钢铁、有色金属、建材、机械、化

工等。以上两个方面又拉动了电力、煤炭、石油等能源行业和港口、铁路、公路等运输行业的增长。从而带动我国经济迈入了新一轮高速增长周期。

房地产和汽车行业仍将是本轮周期主导产业

我国正处于工业化中期，也就是重化工业初期。在温饱问题基本解决后，住行需求自然就上升为主导消费需求，人民将收入增长的更大部分用于满足自己对住房和汽车的需求。这就决定了这两个行业在未来很长一段时间都将是我国的支柱产业。

按照可借鉴的国际经验，一个大国在进入汽车大众消费阶段后，汽车产业将会保持 20—30 年的快速增长；而居民消费结构升级和城市化进程的加快，将会使我国的住宅产业保持近 20 年左右的快速增长。房地产、汽车在经济增长中龙头或主导地位的确立，将为我国在新一轮经济周期保持较快的增长速度搭建基础平台。

尽管我国当前的房地产行业存在一定的泡沫，未来商品房市场整体发展速度将有所降低，但保障性住房的大规模开发将对现有的商品房市场构成有力支撑。2011 年我国保障性安居工程建设规划为 1000 万套，保险估计其投资将超过 1 万亿元，将达到全国房地产投资规模的 20%。未来以房地产和汽车为龙头的产业群仍将是我国最核心的主导产业。

新兴产业将成为我国未来重要的主导产业

以往我国科技经济水平远落后于发达国家，每次新技术革命都首先在发达国家产生。现在中国经济地位大幅提升，技术差距的缩小也使得原先的模式难再成为我国的主导方式。当前在新兴产业方面世界各国处于同一起跑线上，哪个国家率先发展将会在全球竞争中取得优势。因此我国开始大力推进新兴产业的发展。预计本轮周期中，战略性新兴产业将并逐渐发展壮大成为新的主导产业。在国务院推出的七大战略性新兴产业中，物联网、新能源、新能源汽车、都有可能成为经济先导产业。

十年牛市开始，长期投资时代来临

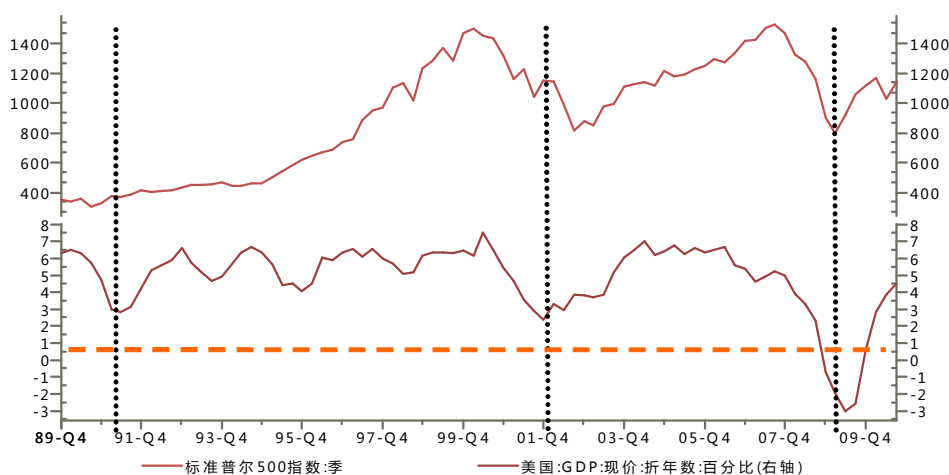
在预测股市方面，市场上存在着不同种类预测方法。我们的判断依据是：“宏观经济决定股票市场的长期趋势，货币政策及其引致的流动性影响股市的中期走势”。

发达国家成熟市场多年的历史充分验证了宏观经济与证券市场间存在的关联性，但我国前二十年的证券发展史却表现出了独立于宏观经济的特性。本部分我们就这两个问题进行深入分析。

经济周期和股市周期关系

股票市场是整个国民经济的重要组成部分，它在宏观的经济大环境中发展，同时又服务于国民经济的发展。从根本上讲，股市的运行与宏观的经济运行应当是一致的，经济周期决定股市周期，股市周期的变化反映了经济周期的变动，同时股市的运行状况也会对国民经济的发展产生一定的影响。

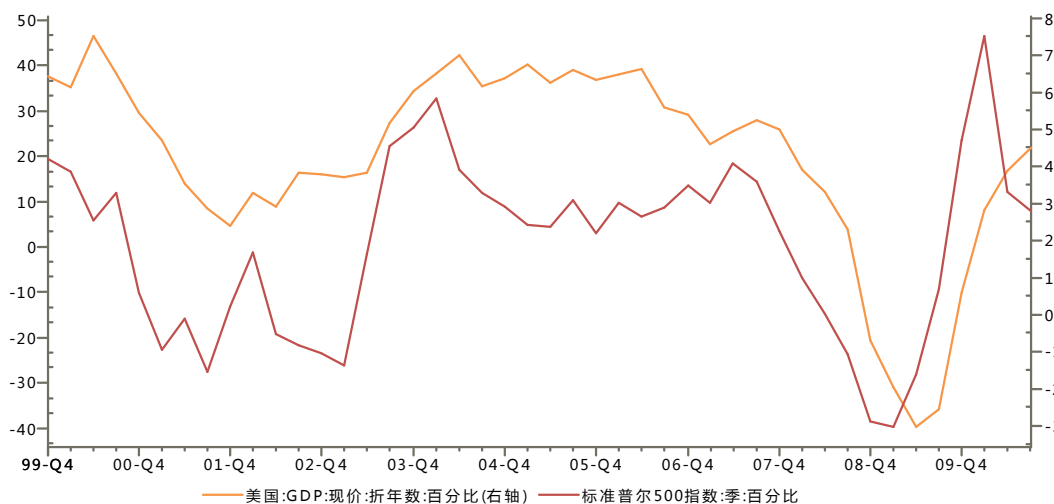
图表 15 美国经济与股市关系（GDP 同比增长率）



数据来源：大同证券

从国外成熟市场发展历史来看，股票市场与宏观经济表现出了高度的相关性。我们以 GDP 增长率作为衡量宏观经济的指标，可以发现美国标普 500 指数与经济的波动周期基本相同。由于指数是价格指标，而 GDP 增长率是相对指标，使其在对比时出现偏差。如果我们对标普 500 指数做初步处理，取其同比增长率与 GDP 增长率相比较，就会发现宏观经济走势与股市波动周期基本相同。

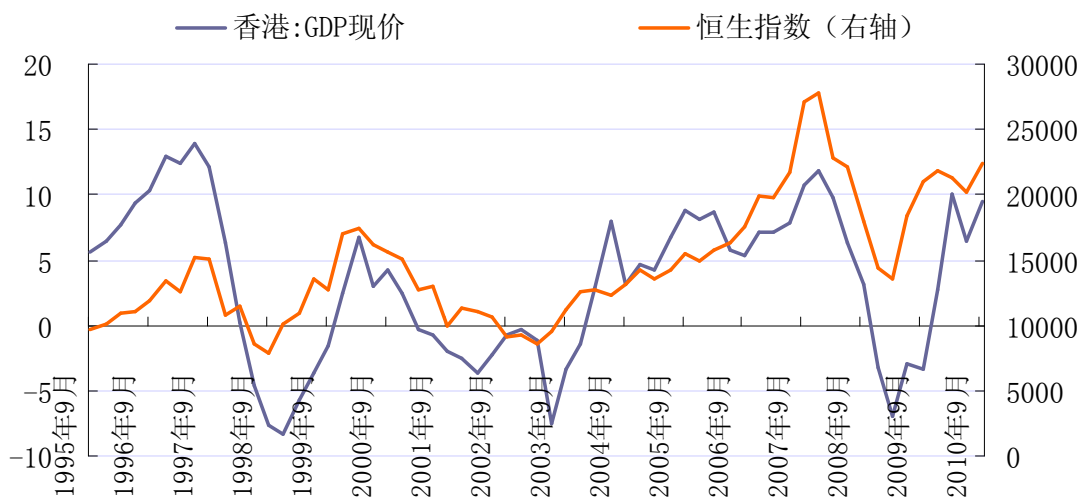
图表 16 GDP 现价同比增长率与标普 500 指数同比增长率



数据来源：大同证券

如果我们采用香港数据作分析，就会发现 95 年以来香港恒生指数与其经济走势基本同步，完美诠释了经济周期和股市之间的关系。

图表 17 香港经济与股市关系（GDP 同比增长率）



数据来源：大同证券

股票市场与经济周期关系

从理论上讲，股票市场的走势和经济周期在时间上并不是一致的。通常，前者比后者要超前一段时间。

萧条阶段末期

在经济萧条末期，国家为刺激经济增长，会采取积极的财政政策和货币政策，导致经济生活中的资金流动性逐渐增加。但由于宏观经济仍处于萧条状态，微观经济面并没有很好的投资场所，因此，必然会有一部分资金流入股市，从而会造成一轮小幅牛市。

复苏阶段

当经济走出低俗逐渐进入复苏阶段时，投资者预期股息仍不乐观，股市依然消沉，股价停在低水平上。随着复苏的明朗投资者开始增加对股市的资金投入，企业逐渐提出增资计划，从而使股票的增息成为现实，股价的上升往往比实际的经济复苏要快。

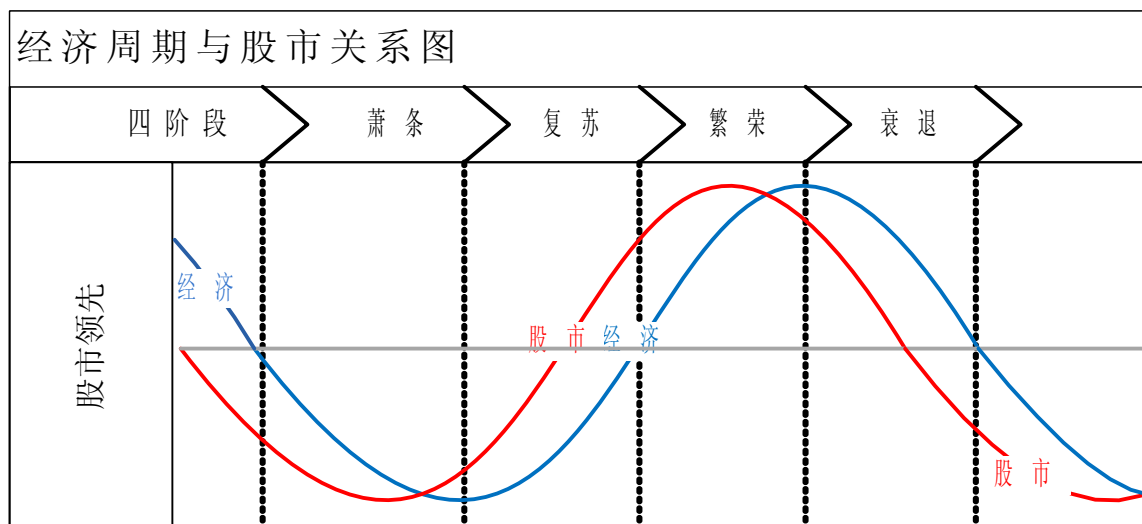
经济繁荣阶段

当经济进入繁荣初期，利率水平提高，预期股息也将提高，股价继续上升。到繁荣时期的中期，这时经济发展过快，国家不得不随时加息，利率水平随之大幅上扬，企业的设备投资仍在大量增加，投资者对增息的预期越来越大，可股指却总是低开高走，这段时期被称为加息的牛市。到繁荣的末期，受强大资金需求压力和控制通货膨胀的压力，利率将升至高峰，股价上升趋势将停止。因而在经济危机或衰退来临之前，股价先行下降。

经济衰退阶段

在经济衰退阶段，股价急剧下跌。这是因为一方面企业增资之后预期增息可能性变得很小甚至可能降息，另一方面企业倒闭频繁，加上金融紧缩，使得银行贷款更加不易，利率顺势上扬，因而股价在这两方面的夹击下只能急剧下跌了。

图表 18 朱格拉周期与股市的理论关系



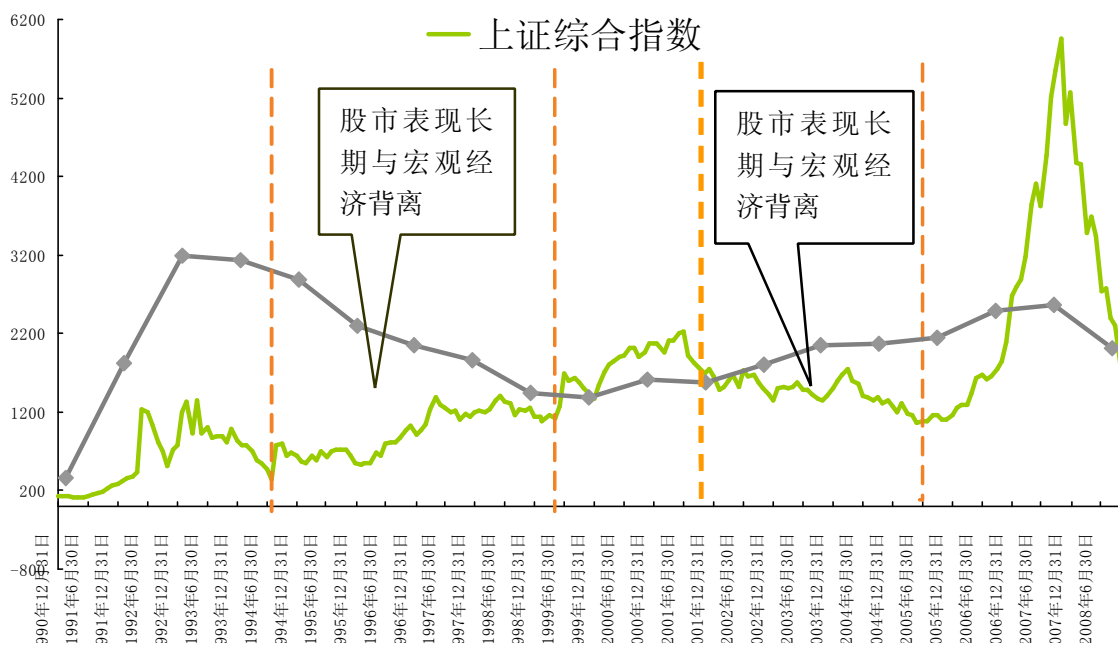
数据来源：大同证券

上述分析当中，似乎并未涉及上市公司盈利增长和估值问题。事实上，宏观经济对股市的决定作用主要是通过促进上市公司盈利增长进而影响大盘走势的，GDP 增长率已经隐含了不同经济周期阶段的盈利增长波动。

我国股票市场已经成为宏观经济晴雨表

我国股票市场成立前期具有很强的政策市特征，甚至在很长一段时间内出现了和宏观经济背离的走势。一方面由于我国宏观经济周期并不是传统意义上的周期，并没有阶段分明的四段特征，没有衰退期和萧条期，即使在周期底部也保持了相当高的经济增速。另一方面由于我国股市并不成熟，受政策影响很大。

图表 19 我国股市与宏观经济长期背离不会再现



数据来源：大同证券

注：灰色线为我国 GDP 增长率

近些年，中国石油、工商银行、中国银行等国有控股的大型企业纷纷在 A 股市场上市，使得我国证券市场上市公司结构发生巨大变化，涵盖了国内的各个主要行业，基本能反映我国宏观经济的发展状况；经过十年的发展，证券投资基金已经替代个人投资者、证券公司，成为我国证券市场最大和最重要的投资机构；在经历了政策市、“坐庄”等模式后，国内证券市场的操作理念已经转变成为“价值投资”；同时，我国在建立多层次资本市场上也取得了重大的进展，先后建立中小企业板和创业板，而且也彻底解决了股权分置这一制约我国证券市场发展的制度性问题。

随着证券市场的逐渐成熟，近年来我国股市的走动基本都是提前反映了经济的发展状况。而且未来将像发达国家成熟市场一样反映国内经济周期（中长周期）不同阶段的发展状况，真正成为国内经济的晴雨表。

股市新周期开始，具备长期投资价值

通过对宏观经济和股市的综合分析，我们认为中国宏观经济已步入了改革开放以来的第四轮朱格拉宏观经济周期。与此相对应，我国股市也已开启了新一轮周期。目前我们正处于十

年牛市的酝酿期，股市整体具有明显的长期投资价值，预计在本轮牛市中上证指数将至少会突破 10000 点高度。

在我国，朱格拉经济周期包括三个存货周期。目前我国经济正处于存货周期的下行阶段（这是本轮朱格拉周期的第一个存货周期，下行阶段从 2010 年 3 月开始）。由于这个周期的动力来自于宏观经济政策的推动，因此上升期较短而下滑期较长，特别是在刺激政策退出之后这种态势更加明显。因此明年宏观经济形势整体并不是很乐观，而且从国际范围来看上轮朱格拉经济周期的负面影响仍未出清，欧美经济的复苏会面临较多波折，通过资本市场也会对我国股市造成一定冲击。总之，明年 A 股市场难有较好表现，在特殊事件冲击下甚至不排除出现较大幅度调整的可能性。但是经济已经确实步入了新一轮周期，复苏道路尽管曲折但前途光明，市场每次下跌都将是买入良机。

长期来看，未来十年我国经济整体增速将低于前两个周期。经济增长方式将发生彻底改变，将由原先的粗放型发展模式转变为集约型。从拉动经济的三驾马车来看，投资将向中西部倾斜，城市化发展、承接东部产业转移、以及基础设施建设都需要大量的投资；东部地区延续出口导向发展战略，由于东部具备坚实的工业基础、相对过剩的高端人力资本（我国现在的低成本人力资源优势不再是普通劳工而是大学生毕业生），未来发展方向是加快现有产业的升级，提升其在国际产业链中的地位，具体沿着 OEM（贴牌生产）到 ODM（原始设计制造，）再到 OBM（原始品牌制造）的路径拓展。

中西部地区城市化进程的加快是我国扩大内需、实现经济可持续发展的引擎，在刺激消费、带动民间投资方面具有战略的重要意义，将直接带动房地产、餐饮、基础设施等多个行业的发展，当地中间投资品生产厂商（水泥钢铁）也将直接获益。

未来投资主线

接下来从长期投资角度出发探讨未来十年投资主线。

（1）鉴于我国进入新一轮经济周期，符合我国当前主导需求的行业将快速成长，成为未来经济的核心动力，因此以其为核心的产业群将获得前所未有的发展；

（2）随着经济规模的不断扩张，约束性产业也将获得超额收益，特别是资源型行业将成为制约经济发展的瓶颈，其价值将得到重估；

(3) 普通行业中，处于成长期的产业也将拥有重要投资价值；

(4) 消费升级类行业也必将获得超常发展的机会。

1. 主导产业

每轮周期中主导产业的高速发展，都会带动相关股票业绩大幅增长。投资该类股票将获得长期投资收益，即使在 2002-2005 年的熊市中，代表我国主导产业发展的五朵金花也是走出了一波显著地逆市上涨行情。

预计 2011-2015 年仍是以房地产和汽车行业为主导产业，新兴产业开始快速成长。到 2016-2020 年，新兴行业也将成为我国的主导产业，和房地产行业一起成为带动我国经济增长的强劲动力。在国务院推出的七大战略性新兴产业中，物联网、新能源、新能源汽车最有可能成为主导产业。随着城市化建设过程的加速，未来轨道交通设备制造业也将步入高速增长期。

在这里需要特别强调，我们推荐的主导产业并非单独一个行业，而是以先导行业为首（生产主导需求的行业）的产业群。例如，未来商品房行业整体增速放缓，但在保障房大规模开工的基础上，产业群内的其他行业仍将持续高增长。

2. 约束产业

未来十年我国经济仍将处于高速发展态势，发展经济所面临的约束产业将存在获得超额收益的机会。

(1) 资源约束：新周期资源为王

随着新兴国家的迅速崛起，未来国际大宗商品将步入长期牛市，一些稀缺资源价值将得到重新定位。新经济周期中资源将为王。

在这类股票中我们最看好资源储备量丰裕的上市公司，其次是具备上游资源、初级冶炼、下游深加工一体化产业链的上市公司。

大类	品种	推荐理由
能源	石油	石油是我国最紧缺的战略资源
	煤炭	虽然国家推行节能减排和大力发展新能源，但煤炭在我国经济中的地位无可替代。 选股时应注意资源占有量和稀缺性
有色	铜	受益全球经济增长，国内较为稀缺

	铂族	受益节能环保产业发展
	其它	具体有钨、锡、钼、锑、钛、锆等 受益战略新兴产业发展
农业	林资源	将受益于低碳经济碳汇 造纸原材料
	钾	我国稀缺资源
受益新能源	锂	受益新能源汽车产业、新能源
	稀土	受益新能源汽车产业
	硅	光伏产业基础原材料
	镍	主要用于不锈钢和镍氢电池
基础类	铁矿石	稀缺资源
	萤石	国家战略资源 储量较少

（2）环境约束：环保产业黄金时代来临

当前我国环境急剧恶化，开始危及人类自身安全，环境将成为未来经济发展的制约因素。目前国家将环保产业提升至战略性新兴产业高度，通过财政支持方式吸引资本进入环保产业。环保行业将是未来十年发展最快的行业之一。

其中，传统污水处理和脱硫产业将成为未来发展重点。

（3）农业约束：农业基础设施将成为主要投资方向

2007年以来我国已经发生过两次较为严重的CPI数据高涨的局面，其主要原因都源于农产品价格大幅上涨。同时，我国开始频繁发生“用工荒”现象，表面上是农村人口红利的终结，事实上是我国农业生产效率提高缓慢，已经难以支持当前工业化和城市化的发展。农业作为我国基础产业，如果不能得到大力改善，将制约我国经济的平稳运行。预计未来十年，农业基础设施建设将成为国家重点投资对象，土地改革或将提早到来。

在农业基础设施建设中国家将优先发展水利设施，城市供水和污水处理系统建设、水污染防治、水文信息化建设、农村节水灌溉、农村用水安全等都将是“十二五水利规划”重点支持的领域。

(4) 交通约束：现代物流产业将兴起

虽然中国的运输、仓储、包装等行业已经历了长时间的发展，但是将几种功能有机结合的现代物流产业尚处于起步阶段。物流效率的低下使得我国的物流成本极高，当前我国物流成本占 GDP 的比重在 18% 左右，比发达国家高出一倍。

未来十年将是现代物流业兴起的时代，其细分子行业将获得超常发展机遇，特别是鲜货物流和危险品物流将在国家规范管理下迈入高速增长时期。

3. 成长期行业

具体分两方面：一是经过初创期，刚进入成长期的新行业。这主要包括符合当前居民需求的各类新兴产业，一些细分产业龙头存在超常规发展机遇。七大战略新兴产业都已有部分介入了成长期。

二是指在现有成熟的产业中，已经具备坚实工业基础，开始沿着世界产业链中向 ODM（原始设计制造）和 OBM（原始品牌制造）升级的产业和公司。在我国现有产业中，纺织、机电等行业具有成熟的产业基础，一大批企业已经具备了向高端产业链进军的能力，当这些难点突破后，将再次踏上高成长道路。

4. 主导消费类行业

每个时代都有其明显的主导消费，这决定着经济的发展方向。但由于我国区域差异较大、贫富差距也较大，主导消费也呈现出多元化特征，相应主导产业也表现出一定的多元化特征。除此之外，消费也是多方面，除主导消费外，同属一个消费层次的辅助性消费也将快速发展。

	具体特征
受益消费结构升级	非实物消费业快速增长： 旅游、娱乐业 投资成为时尚： 不动产、金融和保险类 享受型开始普及： 汽车、医疗保健、文化产业、高级教育、中高档房地产等 奢侈品快速增长： 珠宝、红酒、高等级医疗服务

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、 此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、 此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、 本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、 大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

股市有风险 入市需谨慎