



证券研究报告·策略深度 中周期与主导产业研究系列 1 理论篇

工业化、中周期与主导产业演进

——日韩的经验分析

工业化每个阶段对应一个资本投资周期

工业化演进的不同阶段，基本对应一个资本投资周期，一般为 8-10 年。不同经济体其工业化演进的速度和效率有所不同，主要受其所在的长波位置（全球总需求）、技术创新（是否有革命性的技术创新）以及自身资源禀赋等约束。

每个中周期可能出现 1-2 个新的主导产业

工业化不同阶段对应的资本投资周期，一般能产生 1-2 个新兴主导产业。工业化准备阶段基本是一个工业基础设施投资周期；起飞阶段是一个重化工业的投资周期，以钢铁、化工、机械、石化、汽车等作为主导产业；成熟阶段是一个结构升级、技术改造和多元发展阶段，是一个设备投资和消费满足为主的周期，主导产业根据历史阶段的不同呈现较大的差异，有汽车、机械、电子、电气、家电、计算机、通信设备以及信息产业等。

主导产业在资本投资周期中实现更迭

资本投资周期是决定主导产业更迭的主要力量，往往发端于政府的产业政策及其相关的资本投资倾斜，但是，资本投资周期能否真正兴起也有待于主导产业是否实现周期性中兴。主导产业的更迭不是简单的更替，原有主导产业可能存在于较长的历史时期，新兴主导产业也基本难以短期内占据绝对的主体地位。

主导产业的更迭基本对应一个中周期

这个更迭过程大致 8-10 年时间，不可能一蹴而就。本轮中周期基本是发端于 2009-10 年，在 2011-12 年加速，2012 年才能迎来繁荣的起点，主导产业更迭到那时才能实质性进行。我们需要重新审视原有主导产业在中周期的作用，比如钢铁、煤炭、有色、机械、汽车、化工等。二是关注具有时代和中国特色的建筑地产行业。三是关注其他服务业中的金融行业。

先导产业未必都成为主导产业：周期的复辟

从日韩的经验看，每一个工业化阶段、每一轮资本投资周期一般都会产生 1-2 个新兴主导产业。如果中国在 2011-12 年能迎来资本投资周期的繁荣起点，建筑、机械、信息、汽车、钢铁、有色、化工等产业仍是本轮中周期的主导产业群，金融行业也是需要重点关注。而节能环保、生物制药、新能源、新材料和新能源汽车等新兴产业注定有大部分难以成为主导产业。这与我们年度策略会以来一直强调的周期复辟、中游维新的观点是一致的。

投资策略

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S1440210010422

联系人：郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

发布日期：2011 年 2 月 18 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目 录

引言	1
一、主导产业及工业化的扩散效应	2
1、主导产业的特征	2
2、主导产业的扩散效应	2
3、主导产业与中周期复苏	3
4、中国的主导产业	3
二、主导产业更迭与工业化进程：日韩的分析	5
1、工业化进程的五段论	5
2、主导产业演进与工业化进程	6
(1) 工业化准备：新旧主导产业的更迭	6
(2) 工业化起飞：重化工业时代	7
(3) 工业化成熟：主导产业演进复杂化	9
3、小结	12
三、主导产业结构变迁与中周期演进	13
1、主导产业演进的周期性	13
2、主导产业演进嵌套投资周期的内核	13
(1) 日本的投资周期与主导产业演进	14
(2) 韩国的投资周期与主导产业演进	15
3、周期演进取决于主导产业	16
四、周期演进与主导产业：中国的图景	18



图表目录

图 1: 工业化及主导产业的扩散效应	2
图 2: 旁侧效应: 工业化引致城市化	3
图 3: 1961 年-1966 年韩国主导产业	7
图 4: 1955-1960 年年日本主导产业	7
图 5: 韩国主要工业部门比较优势指数: 重化工业相对轻工业上升明显	9
图 6: 1960-70 年日本各行业产出增长倍数	10
图 7: 日本并购重组数目	10
图 8: 1975 年后日本电气机械、汽车、机械、精密仪器产出指数涨幅居前	11
图 9: 日本工业化进程的不同阶段基本是一个中周期	13
图 10: 日本工业化演进与投资周期具有匹配性	14
图 11: 日本财政投资资金使用: 向中下游主导产业倾斜 (万亿日元)	14
图 12: 韩国资产投资周期	15
图 13: 韩国 80 年代的设备投资强于基建投资	15
图 14: 韩国制造业生产和运行率的周期性	16
图 15: 韩国主导产业的演进	16
图 16: 日本中周期与主导产业的演进: 产量的视角之一	17
图 17: 日本中周期与主导产业的演进: 产量的视角之二	17
图 18: 主导产业是中周期转换的决定力量	18
表 1: 产业部门前、后向效应及总效应: 中国的主导产业	4
表 2 日本战后的中期周期划分和工业化阶段	5
表 3 韩国工业化阶段	6
表 4 日本 GDP 中不同行业产值的占比	8
表 5 日本工业化进程与主导产业的演进	11
表 6 韩国工业化阶段和主导产业的演进	12
表 7: 根据产业关联效应甄别的中国主导产业变迁	18

引言

基于经济周期的运行规律，我们认为，2010 年底-2011 年初期是库存周期从被动型库存周期的底部向主动型库存周期转换的时间窗口，更为重要的是，随着主动型库存周期复苏的累积，朱格拉周期处在一个复苏加速的阶段。即是说，从经济周期运行规律来看，中国经济将在 2011 年将处于短周期交替和中周期复苏加速的位置，这将是决定市场运行趋势的主导力量，为此，周期的力量是 2011 年必须坚持关注的市场变量。这就是我们在年度策略报告中提出的周期复辟的经济逻辑之所在。

现实的情况也支持我们的判断，从钢铁、化工、水泥等行业的库存变化看，目前处于经济中周期的萌动阶段，主动补库存就是当前经济的基本特征，需求回暖——产品畅销——生产量增加——原材料库存减少——采购环节量价齐升，这意味着主动型库存重建正在进行，也相当于中周期的力量正在累积。

从微观转向中观，一个中周期复苏的加速，就代表着一个投资周期的可能兴起，在资本支出的结构中，可以寻找到星星点点的投资蓬勃发展的热忱，这从微观来讲就是经济行为主体对总需求复苏的一个主动反映，也就是主动型库存周期的重建过程。在这个过程中，更多的是一种原有产能的释放和新兴产能的建设，而产能的变化基本上是一个投资的过程。为此，中周期加速实际是一个产能数量和结构变迁的微观过程。

在一个技术创新处于漫化而非革命性创新的长波周期位置中，中周期加速及其产能的变化是一个温和的结构演进的过程，而非经济结构的蜕变阶段。在中周期复苏加速的背景下，中周期力量将主宰经济运行趋势，而经济运行之所倚即为经济结构中的不同产业。在周期复辟的力量衍射下，不同产业可能出现一种结构性的演进。

但是，这种结构性的变化是一种结构式的渐进调整，而非质变，原因在于产业结构的刚性，即一个经济体的产业都是由主导产业为支柱的集群式的结构特征，主导产业之所以能够成为主导经济的力量，不仅在于其规模之大，内部关联性之强，更在于其可持续性之久。一定程度上，我们所指出的周期复辟及其结构特征实际上与主导产业及其辅助产业、新兴产业等的结构变迁是一个问题的两个视角。

工业化理论之父罗斯托在《经济成长的阶段》中对工业化及其相关的主导产业进行了深入的论述，指出主导产业是现代经济增长过程中具有较高增长率且能带动其他部门增长的产业，这些产业在较长的历史阶段中速度快于其他产业的增长潜力和增长速度，正在或者已经在一个经济体中的产业结构占据优势比重，更重要的是还能将活跃的增长势头、具有潜力的技术创新和制度创新广泛地漫化扩散至经济体系中的其他部门。在罗斯托的逻辑中，主导产业及其主导下的工业化进程具有前向效应、后向效应和旁侧效应，这三个力量集合而成为主导产业和工业化的扩散效应。这个扩散效应的大小，可以通过投入产出表及其相关的产业关联度得到提示。

根据经济的逻辑和历史的经验，主导产业在经济逻辑中具有主导性、扩散性和可持续性，是一段历史时期的经济主导力量，在长波周期的相对平稳阶段，主导产业的更迭是难以迅速完成的，一般都存在一个自我升级的过程，直至受到严重的要素约束，才会出现一个自我革命或被动取代的过程，而这个过程往往是在一个中周期力量的主宰之下进行的。

最后回到市场，在一个周期复辟和主导产业演进的过程中，如何寻找结构性的机会，可能是一个更为急迫和现实的问题。根据我们对经济周期演进和中国经济增长轨迹的理解，中国现在处在一个主动型库存累积和中周期复苏加速的位置，投资仍然是第一增长动力，主导产业不能摒弃，而产能是重要的微观指标。为此，我们认为投资及其结构特征以及产业结构的变迁是我们寻找结构性机会的基础。

一、主导产业及工业化的扩散效应

1、主导产业的特征

工业化理论之父罗斯托在《经济成长的阶段》中指出主导产业是现代经济增长过程中具有较高增长率且能带动其他部门增长的产业，这些产业在较长的历史阶段中游快于其他产业的增长潜力和增长速度，正在或者已经在一个经济体中的产业结构占据优势比重，更重要的是还能将活跃的增长势头、具有潜力的技术创新和制度创新广泛地漫化扩散至经济体系中的其他部门。

罗斯托认为，主导产业主要特点是：（1）具有高创新率。即能迅速地引入技术创新或制度创新；（2）具有高速增长的能力。其增长率较整个经济的增长率高；（3）具有很强的带动其他产业部门发展的能力，即具有很高的“扩散效应”。

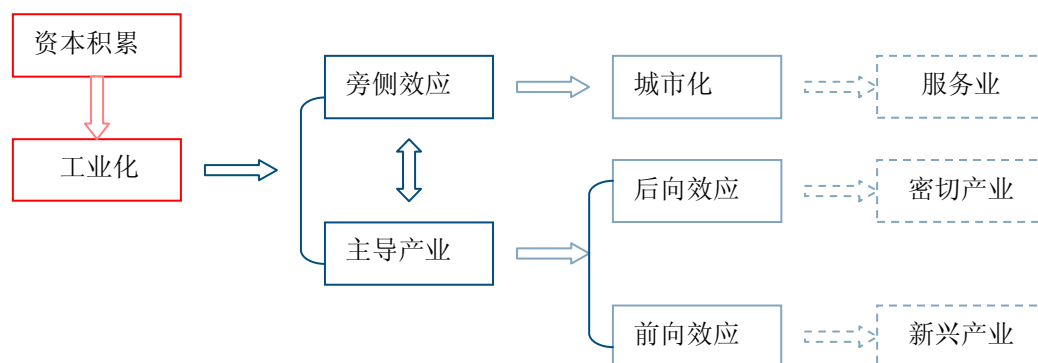
从经济的逻辑和现实的历史出发，我们认为罗斯托指出的高创新、高增长和高扩散等主导产业的特征，与**主导产业在经济现实中所表现出的经济主导性、技术扩散性和发展的可持续性**是同义反复，一个主导产业在一个经济体中的高创新、高增长和高扩散效应应该是占据较长的历史阶段才具有重大意义，如果只是昙花一现，那这个产业算不上主导产业。这就决定了主导产业的历史范畴秉性，我们在考虑周期复辟的情景下，注定要关注原有主导产业的发展趋势以及先导产业成为主导产业的可能。

2、主导产业的扩散效应

我们在《结构主义的薪火》中论述道：罗斯托把主导产业和工业化及其变化对经济增长的扩散作用概括为**前向效应、旁侧效应和后向效应**。

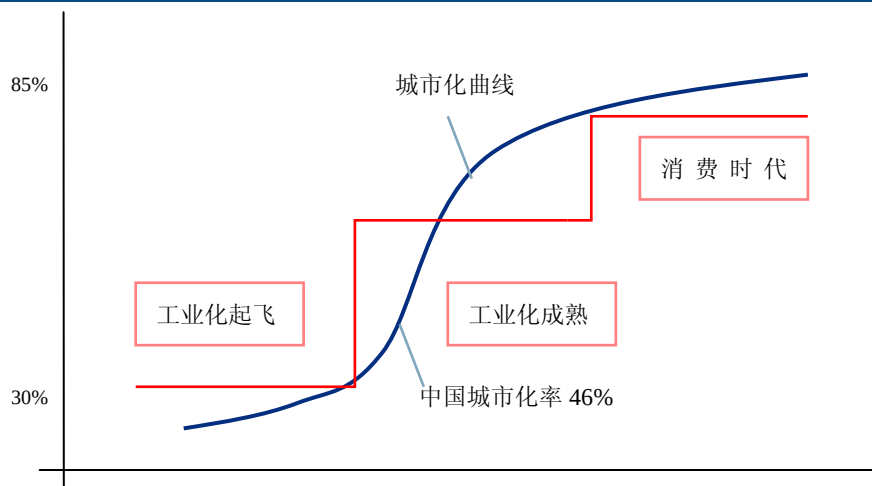
前向效应是指工业化下主导产业部门对新兴产业、新技术和新原料供给的诱导作用，比如在工业革命中纺织业的发展，促进了蒸汽机的出现；在计算机行业的发展诱导下，就产生了互联网、信息服务等新兴行业；后向效应是指工业化对工业主导产业部门及其对投入要素部门的带动作用，即里昂惕夫链条的作用，比如通信行业的发展，就会带动通信运营、设备商、光纤光缆等部门的发展。旁侧效应即是对产业链范畴之外的影响，比如工业化导致城市化。

图 1：工业化及主导产业的扩散效应



资料来源：罗斯托、中信建投研发部

图 2：旁侧效应：工业化引致城市化



资料来源：中信建投研发部

3、主导产业与中周期复苏

基于经济学逻辑，我们可以发现，后向效应和旁侧效应主要解释了“经济增长是怎样进行的”，相当于主导产业在纵横两个方向的作用；而前向效应则可以说明新主导部门代替旧主导部门的过程，即经济增长是如果从一个旧主导产业向新主导产业的转换，是一个“经济增长如何持续”的问题。

从日本和韩国的工业化进程可以看出，工业化起飞之后是一个可以获得继续向前发展但存在波动的阶段，这时由于投资率的较高水平保证了经济增长的自动性和持续性，这种经济的自我持续增长是一种可能的“自动增长”。这种自动增长的能量在于私人部门的自主性及其相关的主导产业扩散效应的发挥。

当经济运行到一个新的可以自动增长的时点，就是新起点的开始。新起点的意义对应于上述的两个方面，一是原有主导产业的创新、升级、改造，二是新主导产业的兴起。而这两个新起点的主导力量应该是私人部门和资本积累。从这个意义上说，经济危机之后的经济刺激可能都不是能够获得自动增长的能力，因为经济增长并非自动的。只有经济刺激政策退出之后的增长，即私人部门主导的资本积累、产业升级和新兴产业带动的增长才有可能可持续的自动增长。这是主动型库存转换的内在逻辑，也是我们寻找新起点和中周期繁荣的皈依所在。

从时点来看，中国的经济刺激政策已经实质性退出，正是考验中国经济自动增长的一个时刻，也是观察主动型库存周期能否实质进行以及中周期复苏能否明确加速的窗口，还是考验中国主导产业扩散效应是否能够持续发挥的时刻。目前，中国的经济周期位置处在一个中周期复苏的加速阶段，而新起点和中周期繁荣尚未到来。如果从工业化演进和主导产业的变迁的趋势看，那原有主导产业的创新、升级和改造以及新兴主导产业的出现，就是我们未来一段时间内需要重点关注的产业结构问题。

4、中国的主导产业



基于主导产业的扩散效应，我们通过投入产出模型，可以计算各行业的前向及后向效应，即可以得出各个产业扩散效应的大小，作为主导产业程度的一个指示。结果显示，总效应排在前十的行业包括：建筑房地产、服务业、化学化工、黑色金属冶炼加工业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、有色金属冶炼加工业、汽车、通用设备制造以及电力等，与罗斯托认为的钢铁、电力、煤炭、通用机械、化工为工业化起飞阶段的主导产业相一致，也是走向成熟的主导产业基础。

从结果看出，十大产业除服务业外，无论是后向拉动还是前向推动，其扩散效应均高于平均水平。从部门类型看，上述行业除服务业外，均为中间投入率较高的行业，属于中间产品型和最终需求型部门，其中化工、钢铁、有色和电力属于中间产品型部门，其生产显著依赖于其他部门的投入和其他部门对本部门中间产品的需求；而建筑地产、通信设备计算机、汽车、电气设备、通用设备等则属于最终需求型部门，特征是其发展主要依赖于其他部门的中间投入和社会最终产品需求。

表 1：产业部门前、后向效应及总效应：中国的主导产业

行业	完全后向拉动效应	完全前向推动效应	总效应
建筑房地产	2.1083	10.2261	12.3344
其他服务业	1.6709	9.5888	11.2597
化学化工	2.6954	8.3178	11.0132
黑色金属冶炼加工业	2.5437	8.3623	10.9060
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	3.1918	5.9388	9.1306
电气机械及器材制造业	2.9282	5.1611	8.0894
有色金属冶炼加工业	2.5677	5.0950	7.6627
汽车	2.9864	4.2654	7.2518
通用设备制造	2.6533	4.3325	6.9859
电力、热力的生产和供应业	2.2243	4.2112	6.4355
金属制品业	2.7012	3.2283	5.9295
非金属制品业	2.2372	3.5691	5.8063
纺织业	2.5900	3.1348	5.7248
石油加工、炼焦及核燃料加工业	2.0584	3.2688	5.3272
专用设备制造业	2.6580	2.2237	4.8817
交通运输及仓储业	1.5965	3.1325	4.7290
交运设备制造业	2.7275	1.4916	4.2192
纺织服装、鞋、帽制造业	2.6143	1.4573	4.0715
食品加工	1.9863	1.9776	3.9639
造纸及纸制品业	2.3093	1.5228	3.8321
仪器仪表及文化办公用机械制造业	2.9325	0.8428	3.7754
家电	3.1671	0.5538	3.7208
皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	2.5423	1.1409	3.6831
农林牧渔	1.1463	2.5066	3.6529
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2.3192	1.0456	3.3648
工艺品及其他制造业	2.3984	0.9404	3.3389
文教体育用品制造业	2.7233	0.5044	3.2277
家具制造业	2.4102	0.7974	3.2077

食品制造	2.1672	0.8683	3.0355
批发和零售业	1.1223	1.9114	3.0337
印刷业和记录媒介的复制业	2.2879	0.6711	2.9590
医药制造业	2.0375	0.9060	2.9435
黑色金属矿采选业	2.1291	0.5840	2.7131
煤炭开采和洗选业	1.6610	1.0050	2.6660
饮料制造	1.9740	0.6479	2.6218
非金属矿及其他矿采选业	1.9032	0.5008	2.4039
有色金属矿采选业	1.9575	0.3741	2.3316
燃气生产和供应业	2.0219	0.2117	2.2336
石油和天然气开采业	1.3038	0.7813	2.0852
信息传输、计算机服务和软件业	1.2835	0.7861	2.0696
金融业	0.8202	0.9886	1.8088
水的生产和供应业	1.6285	0.1408	1.7694
烟草制品	0.9919	0.3123	1.3041
平均	2.1446	2.4939	4.6386

资料来源：国家统计局，根据 2007 年 135x135 投入产出表整理合并，详见吴启权、安尉《基于产业链的中国二次去库存分析》

由于投入产出表是基于历史数据（2007 年）的分析得到的结论，为此为了更好地观察中国的主导产业，或者说现在以及未来可能的主导产业，我们需要从其他的维度进行观察。我们宏观分析从各个行业的盈利水平、下游需求的复苏以及政府战略扶持等角度出发，认为生物医药、通信和高端制造则可能成为新兴的主导产业，而房地产、交通运输设备、机械、钢铁、石化、化工、公用事业等的主导地位仍然是存在的。

二、主导产业更迭与工业化进程：日韩的分析

1、工业化进程的五段论

工业化进程来考察，一般而言，一个国家完成工业化需要大概 40-50 年的时间，在过程中可以分为若干个阶段。根据罗斯托的《经济增长的阶段》，我们将工业化进程分为农业社会、工业化起飞准备、起飞阶段、走向成熟和大众消费等五个阶段。

第二次世界大战之后，日本开始恢复其国民经济，基本是以农林水产业和低端制造业为主，并逐步进行工业化进程。在美国的援助和日本经济自立计划的推动下，日本 1956 年完成了工业化准备阶段，从 1956 年进入工业化起飞阶段，从 1965 年左右从工业化起飞阶段向成熟期转变，在 70 年代中期基本完成工业化成熟期，并向大众消费时代迈进。

表 2 日本战后的中期周期划分和工业化阶段

时间阶段	工业化阶段	特征
1945-1948	经济恢复期	农林水产和低端制造业为主
1948-1955	准备阶段	工业高速发展，建立初步的工业体系
1956-1965	起飞阶段	设备投资高速进行，重化工业占比迅速提高

1965-1974	成熟阶段	设备更新和技术升级，行业重组大型化，产业结构升级
1975-1987	后工业化时期	城市化快速进行，进入大众消费时代

资料来源：罗斯托，南亮进，日本通商产业政策史

从韩国的工业化进程看，也是符合罗斯托的工业化五段论。在韩国的工业化进程中，韩国政府的计划经济色彩十分明显，从 1960-62 年的经济自立计划实施之后，韩国基本建立起了初步的工业化设施。1962 年，韩国政府实行“1-5”计划，即第一个五年计划，开启了韩国工业化的大幕，在“1-5”和“2-5”计划中，在经济自立目标和出口导向工业化的产业推动下，韩国实现了工业化准备基础，建立了以轻工业和出口主导的初步工业体系。1973 年是韩国工业化的重要里程碑，1973 年韩国发布“重化工业化宣言”，将资源集中于重化工业，经过近 10 年的发展，韩国在 70 年代末 80 年底初期实现了重化工业立国的战略目标。80 年代后期，韩国重点解决政府主导的产业政策，开始鼓励私人部门的自主创造和自由竞争，产业结构进行高级化和合理化，将工业化进程提升至成熟阶段。1992 年之后，韩国经济开始转向技术和知识密集型，特别是奥运会之后，韩国城市化不断扩散，以汽车为主导的消费不断兴起，韩国开始进入消费时代。

表 3 韩国工业化阶段

时间阶段	工业化阶段	特征
1955-1961	经济恢复期	以美国援助为主，恢复农业和工业生产设施
1962-1971	准备阶段	经济自立，轻工业和出口为主导的初步工业体系
1972-1981	起飞阶段	重化工业立国，产业结构重型化
1982-1991	成熟阶段	尊重和鼓励自主创新，产业结构合理化和高效化
1992-	后工业化时期	产业结构发达型，技术知识化，城市化扩散和消费普遍兴起

资料来源：郑德龟（2008），朴昌根（1998），陈龙山等（1997）

2、主导产业演进与工业化进程

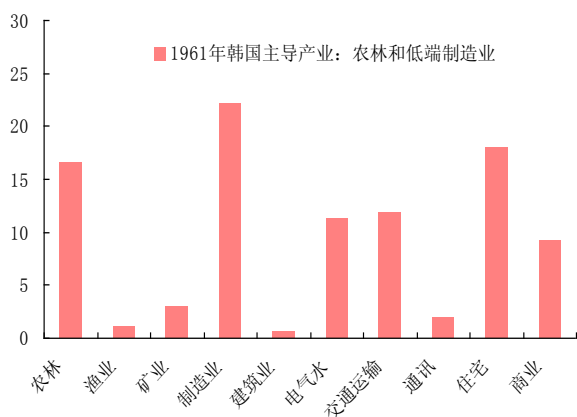
（1）工业化准备：新旧主导产业的更迭

日本在第二次世界大战之后，韩国在朝鲜战争之后，宏观经济基本处于崩溃的状态。美国的援助及其对日韩的初级产品需求是日本和韩国经济恢复的首要动力，资源优势产业、工业基础设施和低端制造业是这个阶段的产业主导。

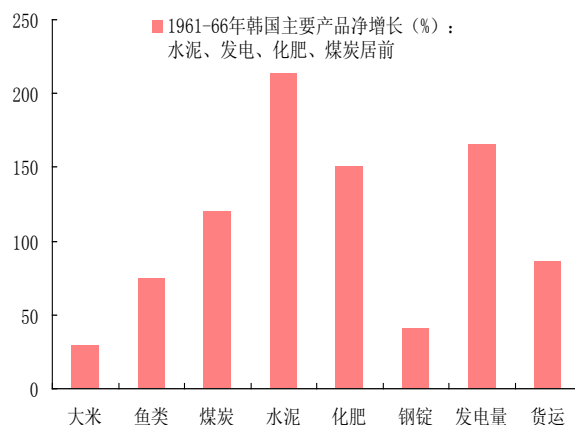
韩国经济恢复阶段的主导产业是农业、化工和水泥。韩国经济从 1953 年开始恢复，但是，由于国内饥饿状态和强大的内部需求，使得韩国面临严重的通货膨胀，直至 1958 年韩国开始实行财政稳定政策和工业发展规划，第二产业以其资源优势为立足点，发展“三白”产业，即棉纺织、面粉和白糖，同时开始发展工业设施部门，以化肥等普通化学品为主导的化工行业和以水泥、玻璃为主导的工业基础行业得到了长足的发展。

在工业化准备的第一阶段，即韩国政府的“1-5”计划，韩国的主导产业是工业基础设施行业，以电力、煤炭、水泥、肥料为主；在工业化准备的第二阶段，即“2-5”计划，韩国主导产业开始向制造业倾斜，化工、石化、水泥和钢铁是主导产业。在近 10 年的政府主导的产业发展中，化工、石化、水泥、钢铁等成为韩国的主导产业，而棉纺织和农业等的主导地位逐步淡去。

图 3：1961 年韩国主导产业



1966 年韩国主导产业

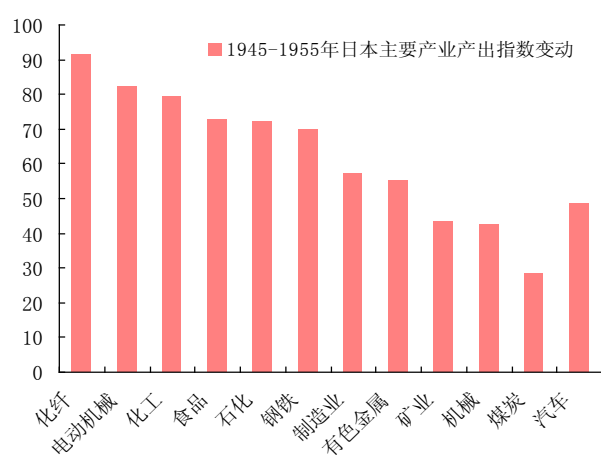


资料来源：朴昌根（1998）

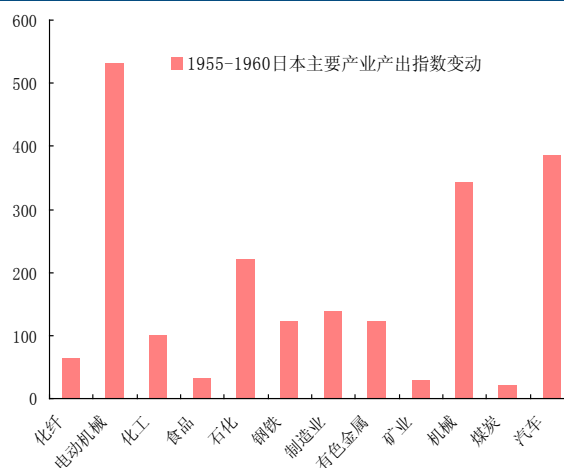
对于日本而言，在工业化准备阶段，其主导产业也是以其资源禀赋和低端制造业相关。1945-1948 年，经济恢复的前期，日本主导产业主要为纺织化纤、机械、化工和食品（特别是鱼类）。而在 1948 年进入经济恢复的实质性阶段和工业化准备阶段之后，机械、化工等原有产业和钢铁、汽车等新兴主导产业开始崭露头角，其产出指数大幅增长，远远超过原有化纤和食品等行业。

从日本和韩国的经验可以看出，在工业化之前的经济恢复和工业化准备阶段，工业化进程的经济体都出现一个新旧主导产业的更迭问题，在经济恢复阶段，主导产业一般是基于资源禀赋，特别是农林渔业，以及低端制造业，比如纺织化纤以及工业化基础物质和设施等。而在工业化准备阶段，新兴主导产业的重要性不断提高，并替代原有主导产业成为新的经济主导力量。不过，值得注意的是，原有主导产业大部分并没有消失，仅仅是其重要性下降而已。当然，也有特殊的行业开始走向失落之路，比如韩国和日本的矿业等。

图 4：1955 年日本主导产业：化纤、机械、化工、食品



1960 年日本主导产业：汽车、机械、石化、钢铁



资料来源：日本通商产业政策史

（2）工业化起飞：重化工业时代

当一个经济体的工业化进程完成准备阶段之后，就基本建立起了初步的工业体系，各个行业都得到长足的

发展，特别是主导产业出现了重大的转变：一是原有主导产业的重要性开始下降，二是部分新兴先导产业已经开始成为新的主导产业，且重要性不断提高，三是资源配置在新旧主导产业之间进行纠结，政府政策的倾向性作用开始显现。

在完成工业化准备之后，如果该经济体的政治稳定，政策合理，那工业化进程往往都能进入一个起飞阶段，将迎来一个工业化加速的阶段，工业体系将从一个初级的阶段向一个相对高级的阶段发展。在这个过程中，重化工业往往是工业化起飞的一个必然。罗斯托认为，如果没有经历一个重化工业阶段，工业化进程似乎显得苍白无力，工业化的基础不甚牢靠。

上世纪 50 年代后期，日本进入工业化起飞阶段，钢铁、化工、石化、机械、汽车等重化工业快速发展，而新兴的装备制造业、电子电气、精密仪器、家电等中游偏下新兴产业也得到长足发展，而处于上游的产业则基本处于萎缩的状态，不过食品行业仍然保持较强的竞争力。即可以看出，日本在工业化起飞阶段，是以钢铁、化工、石化、机械、汽车等重化工业作为主导产业。

表 4 日本 GDP 中不同行业产值的占比

年份	农林渔	采矿业	制造业	建筑业	电力燃气	批发零售	金融保险	房地产业	运输通信	服务业
1961	12.62	0.65	16.96	11.04	2.15	5.56	1.57	11.87	6.09	15.63
1962	11.83	0.69	17.24	11.43	2.13	5.94	1.89	12.01	6.39	14.84
1963	10.62	0.65	19.08	11.39	2.27	6.19	2.02	11.85	6.85	13.76
1964	9.91	0.66	20.29	11.67	2.36	7.00	2.19	11.21	6.70	13.53
1965	9.39	0.66	20.22	11.80	2.56	7.24	2.36	11.34	7.06	13.07
1966	8.84	0.71	20.86	11.38	2.60	8.12	2.32	10.98	7.08	13.50
1967	8.03	0.58	22.08	10.55	2.59	8.37	2.41	10.66	7.33	14.61
1968	6.97	0.54	22.78	10.91	2.70	9.18	2.53	10.06	7.42	15.15
1969	6.18	0.55	23.52	11.46	2.73	9.22	2.50	9.85	7.54	15.82
1970	5.08	0.55	24.58	12.57	2.70	9.68	2.51	9.68	7.62	15.28

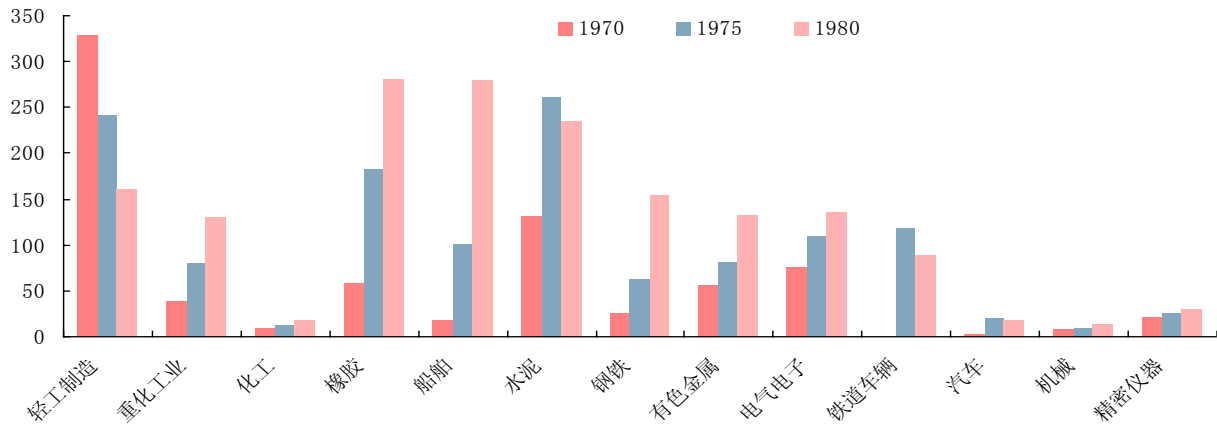
资料来源：日本总务省统计局，中信建投研发部

韩国同样以重化工业作为依托，走出一条工业化起飞的道路。1973 年韩国成立了重化学工业促进委员会，负责制定重化工业综合计划和园区建设规划，并于 8 月宣布资本与经营分离、重化企业公开等六项原则，即所谓的“重化工业化宣言”。该计划致力于将资源和政策倾向于石化、钢铁、有色金属、船舶、机械和电子等六大战略产业，希望通过政府主导，在较短的时间内实现主导产业的转换和产业结构的高级化。

韩国根据此前制定的机械工业、船舶工业、石油化学工业、钢铁工业、有色金属冶炼以及电子工业等六个振兴法，在“3-5”和“4-5”计划的促进下，力促对这些产业的政策和资源支持，并且以大批量生产体制作为促进原则，建立能产生巨大规模经济的大型工厂作为手段，使得韩国的工业体系迅速重型化。1971 年，韩国重化工业与轻工业的比重为 1：2，而 1976 年二者比重就转变为 1：1，重化工业率达到了 40.5%。



图 5：韩国主要工业部门比较优势指数：重化工业相对轻工业上升明显



资料来源：陈龙山等（1997）

（3）工业化成熟：主导产业演进复杂化

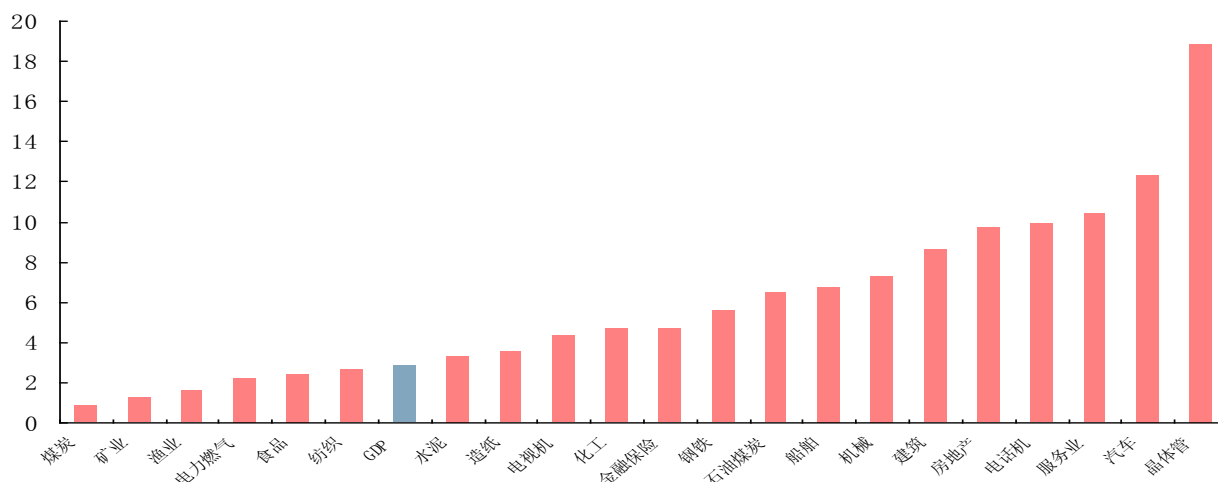
如果说，在工业化准备阶段，主导产业是从低级向高级发展；在工业化起飞阶段，主导产业主要集中在重化工业部门；那在工业化成熟阶段，主导产业的更迭和演进要相对复杂。罗斯托在《经济增长的阶段》指出，在工业化完成工业化起飞之后，往往要经历一个起飞萧条。这个萧条不仅是对前期工业化快速推进的一种再消化，同时也是对此前工业化模式的一种反思，甚至是一定程度上的否定，为此，罗斯托认为，从工业化起飞向工业化成熟的转换，是一个富有风险和挑战的阶段。这正是中国工业化正在经历的时点。

日本的经验

日本在工业化成熟阶段的主导产业主要基于：一是工业化起飞阶段对先导新兴产业的大量投资；二是日本新兴主导产业大多是基于出口导向型；三是长波周期繁荣带来的全球总需求的膨胀。1965 年之后，日本在工业化起飞阶段的过快的设备投资，特别是汽车、电气电子、家电等行业的投资并没有产生过剩，反而成为日本重要的优势。因为 60 年代，全球经济快速发展，尤其是美国经济也经历黄金发展期，而且美国作为货币中心国已经成为全球最大的消费者之一，进口需求大幅提升。日本的工业产品具有成本优势，其出口价格相对较低，迅速在美国等全球市场流行起来。另一个重要方面，日本并没有因此放弃结构转型的努力，反而加大了政策力度。

这样，在投资积累、出口导向、外围繁荣和政策引导的多重利好的情景下，日本工业化从起飞阶段顺利进入了成熟发展阶段，并迎来新的繁荣。在这个阶段的前期实际上是一种政策推动下的结构转型，日本主导产业从钢铁、化工、石化、机械等向汽车、高端制造、电子电气、家电、精密仪器等发展，在工业化起飞阶段的新兴产业和先导产业高端制造、电子电气、家电、精密仪器等在长波繁荣的周期力量下将产能发挥到极致，也将日本经济推向了繁荣的巅峰，1966 年之后日本实现了历史空前的“伊奘诺景气”，增长区间长达 57 个月，直至第一次石油危机的到来。

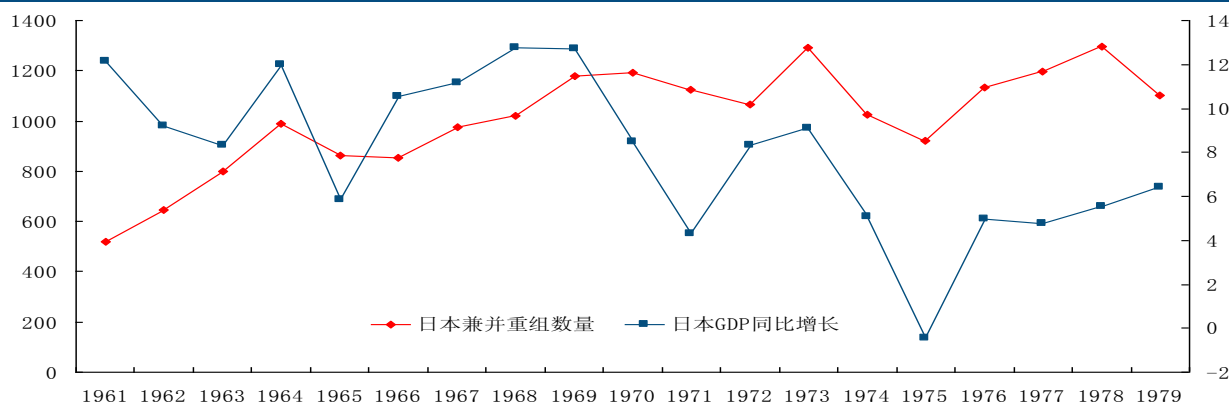
图 6：1960-70 年日本各行业产出增长倍数



资料来源：战后日本经济社会统计

第一次石油危机的到来，严重冲击了日本工业化进程以及主导产业的选择，日本的重化工业面临严重的资源约束，特别是钢铁、石化、有色、化工等。为此，日本开始寻求产业结构的合理化和高级化，降低对资源能源的依赖程度，日本经济从高速增长阶段进入合理化时期，但这个过程是在工业化成熟阶段完成的。70 年代中期，日本重化工业开始致力于所谓的“减量经营”：一是降低重化工业的投资、生产和经营规模，比如粗钢产量从 1973 年的 1.2 亿吨降低至 1977 年的 1 亿吨；二是重化工业开始出现向技术密集和知识密集转型，提高附加值；三是重化工业开始出现大型化趋势，兼并重组掀起一个浪潮。

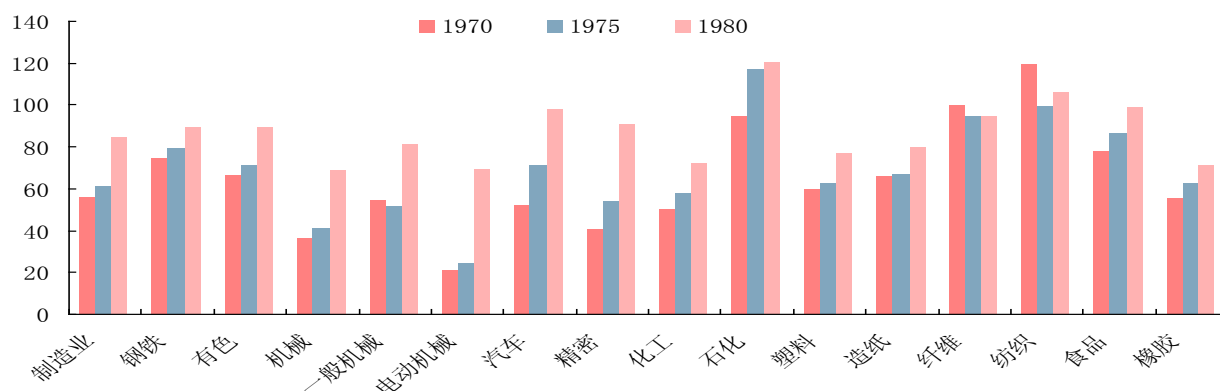
图 7：日本并购重组数目



资料来源：都重留人，《现代日本经济》

在工业化起飞完成之后，经济要素的稀缺性开始显现，特别是人口红利已经到了甚至是过了最高峰值，还有资源、原材料、能源等要素约束日益显现。石油危机使得日本将主导产业转向了电气机械、高端制造、汽车、家电、精密仪器等。

图 8：1975 年后日本电气机械、汽车、机械、精密仪器产出指数涨幅居前



资料来源：日本通商产业政策史

表 5 日本工业化进程与主导产业的演进

时间阶段	工业化阶段	特征
1945-1948	经济恢复期	农林水产、纺织、食品
1948-1955	准备阶段	纺织、农林渔、食品、普通机械、基础化工、轻工制造、电力
1956-1965	起飞阶段	钢铁、石化、机械、化工、汽车、有色、电气电子、家电、电力、纺织、轻工制造
1965-1974	成熟阶段	汽车、钢铁、电子电气、建筑地产、家电、石化、机械、化工、仪器、有色
1975-1987	后工业化时期	电子电气、汽车、精密仪器、家电、机械、钢铁、石化、化工

资料来源：南亮进（2008），陈淮（1991），崔岩（2009），日本通商产业政策史

韩国的图景

韩国在 1973 年开启重化工业发展道路之后，在“3-5”和“4-5”两个五年计划的促进下，重化工业快速发展起来，在 80 年代初期，已经成为韩国的主导产业。但是，韩国这种过度依赖资本密集型产业的投资政策和政府干预，不仅造成了市场价格的扭曲和资源配置的低效，还导致严重的财阀经济，严重影响经济的效率和多元发展。与此同时，韩国开始面临资本密集型主导产业的发展瓶颈，即自主资源和配套能力严重不足，特别是电子和汽车行业尤为突出。为此，80 年代初期，韩国开始致力于第三次产业转移，利用产业政策政策和产业组织的调整来改善主导产业的纵向配套能力，即发展基于韩国本土和国际市场的主导产业产业链，韩国政府开始致力于“技术立国”的产业发展战略。

韩国主导产业的发展在工业化成熟阶段显得更加复杂而多元，这也充分体现了工业化成熟阶段主导产业结构演进的复杂性。与日本相似，韩国的主导产业主要出现三个方面的重大转变：大型化、技术升级和减量经营。韩国减量经营的主要举措是取消 70 年代的 6 大工业振兴法，而以基于产业结构调整《工业发展法》作为替代，这也体现了韩国一贯的政府干预特性。

与日本不一致的地方，日本的主导产业演进主要依靠市场自主的力量，而韩国则通过政府三个产业集群的规划及其政策匹配加以实现的。通过综合考虑劳动密集、资本密集度、资源节约度和出口可能性等，根据产业比较优势和产业政策思想变化，韩国将产业结构划分为三个产业群。

第一个产业群包括水泥、纺织、石化、钢铁、家电、汽车和船舶。这些行业基本是夕阳产业或者成熟产业，

但韩国仍然具有比较优势，通过技术升级、大型化、高级化，仍可以提高全球竞争力，发挥其出口主导产业的作用，特别是汽车、家电和船舶。

第二个产业群包括重机械、产业机械、电子、精密仪器、航空、计算机等工业，这些行业处于成长期或成熟期，韩国通过引进先进技术、吸收改良，同样成为韩国重要的主导产业支撑，特别是机械和电子，韩国将其作为战略产业加以支持。

第三个产业集群是能源、信息、新材料、医药生物、系统工程等。这些行业是成长性或未来行业，基本处于发展初期，是未来的可能主导产业，即所谓的先导产业。

在韩国主导产业的演进过程中，第一产业群的汽车、家电、船舶、钢铁等仍然是韩国的主导产业，并具有一定的国际竞争力，第二产业群中的机械、电子也是重要的主导产业。但是，经过 20 多年的发展，韩国第三产业集群的主导产业地位尚不明显，相对而言，第三产业集群属于技术和知识密集型行业，韩国在资源禀赋方面存在劣势，特别是人力资源。

表 6 韩国工业化阶段和主导产业的演进

时间阶段	工业化阶段	特征
1955-1961	经济恢复期	农产品加工、纺织、化肥、水泥等
1962-1971	准备阶段	电力、煤炭、水泥、化工、钢铁
1972-1981	起飞阶段	钢铁、石化、电子、船舶、机械、汽车、有色金属
1982-1991	成熟阶段	电子、钢铁、石化、汽车、船舶、建筑地产、机械
1992-	后工业化时期	电子、钢铁、汽车、石化、船舶、建筑地产、机械、信息等

资料来源：郑德龟（2008），朴昌根（1998），陈龙山等（1997）

3、小结

从上文工业化进程的阶段分析，以及日本和韩国的主导产业发展的现实可以看出，工业化进程和主导产业演进具有一定的规律性：一是在工业化的不同阶段，主导产业的呈现一定的特征，每个阶段都有相应的主导产业，特别是工业化起飞一般是一个重化工业进程，这正是中国在新世纪以来所经历的。

二是主导产业的演进要受到工业化进程的约束，即是说工业化进程是主导产业结构变化的内在动力，主导产业的更迭和演进需要结合工业化进程的阶段进行分析。如果工业化进程受到阻碍，则主导产业将出现暂停或重新选择方向。结合中国目前从工业化起飞向工业化成熟转换的现实看，工业化进程和主导产业演进的过程出现中断的可能性较小，**工业化及主导产业的扩散效应仍然是中国未来 10 年经济增长的主要推动力。**

三是资源禀赋决定了不同经济体主导产业选择的差异，主要的要素是技术、人力资本和资源。比如 1968 年日本出现刘易斯拐点、1972 年的第一次石油危机，都使得日本的工业化进程和主导产业进行了结构性的调整。针对中国的现实，**人口和资源约束是未来主导产业演进的重大制约因素。**

四是政府在主导产业的发展中，其产业政策的催化作用十分明显，甚至可以内化为工业化进程和主导产业演进的内生性要素。政府的作用在中国更加明显，制度改革可能是工业化进程和主导产业演进的障碍，但同时也是一个良好的促进，一旦政府制度改革实质性进行，**将释放制度与政策红利，更加有利主导产业的更迭演化。**

三、主导产业结构变迁与中周期演进

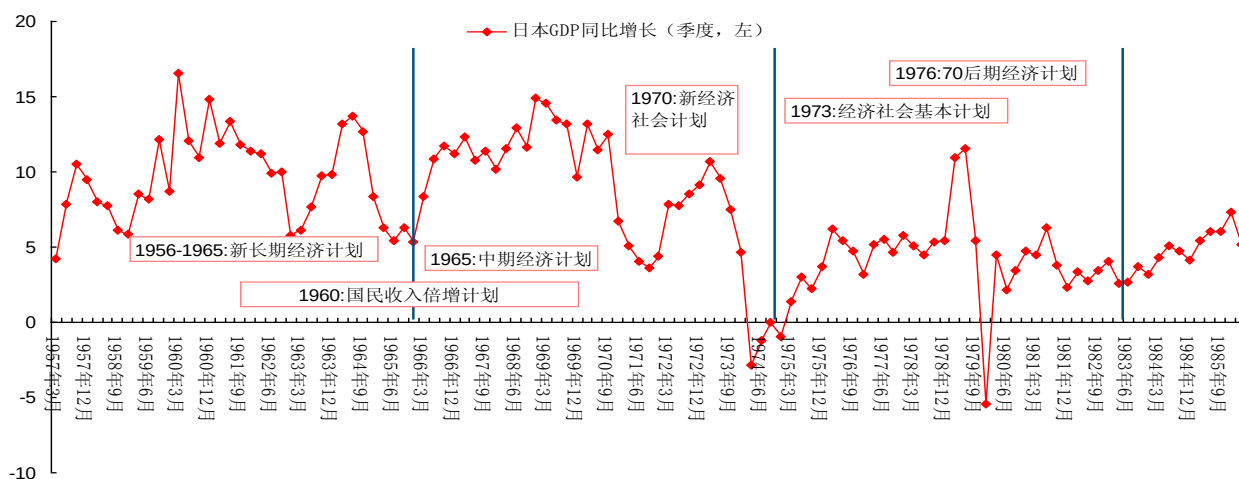
1、主导产业演进的周期性

从上文的分析中，可以感知工业化进程以及主导产业的变迁是一个政府深度参与甚至是强力干预的进程，一方面政府通过制度的改革与完善推动工业化进程的推进以及主导产业的演进，另一方面政府直接通过产业政策扶持主导产业和新兴产业。不过，政府制度和产业政策的实施都是依赖一个产能的扩张以及相关的资本支出，为此，一个工业化进程以及相关的主导产业更迭实际上是一个资本支出过程，一个资本形成的过程。

从周期理论的视角出发，资本支出是具有周期性的，也就是我们所熟知的中周期或朱格拉周期。罗斯托在工业化的五个阶段分析中强调，一个经济体的工业化进程一般要经历 40-50 年的时间，即一个阶段大致是 8-10 年的时间。与中周期时间维度比较，工业化不同的进程以及主导产业的演进与资本支出周期是大致相似的。为此，工业化进程、主导产业的变迁可能与资本投资周期是相匹配的。

工业化进程、主导产业的选择与资本支出周期的匹配性是具有内在逻辑的。工业化每个阶段都存在一个主导产业的选择、更迭和演进的过程，而旧有主导产业的淡去以及新的主导产业的兴起都是一个低端产能渐弱和高端产能逞强的交互过程，而产能的变化实际上就是一个资本投资的过程。比如，在工业化的起飞阶段，基本是一个重化工业主导的时期，那重化工业的发展都是资本密集型的发展，需要大量的资本投资，为此，重化工业的兴起就是一个资本投资的膨胀周期。

图 9：日本工业化进程的不同阶段基本是一个中周期



资料来源：日本通商产业政策史

2、主导产业演进嵌套投资周期的内核

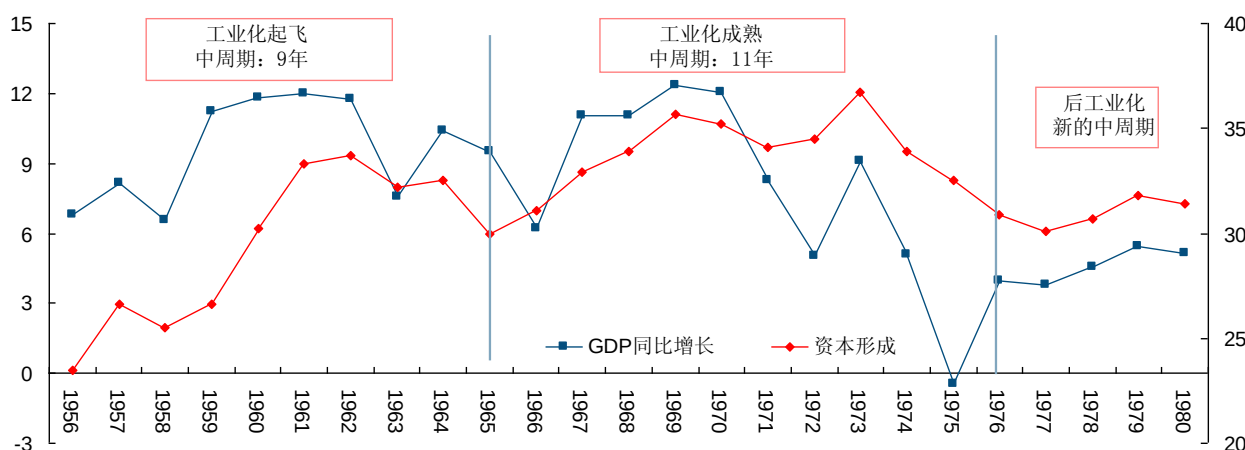
自从凯恩斯主义兴起之后，政府干预市场就成为一个理所当然，政府对市场最大的干预就是制度的指导和引领。从工业化和主导产业层面，政府干预最为重大的政策就是产业政策及其相关的财政政策。纵观主要发达经济体的工业化进程和主导产业的选择历史，可以看出工业化的新的阶段以及新兴主导产业的兴起，都伴随政府制度的引领、资源和资本的投入以及随后私人部门投资的兴起，这实际上就是一个资本投资的进程。

(1) 日本的投资周期与主导产业演进

从日本的经验看，在 1956-1965 期间，即为日本工业化起飞阶段，日本通过新长期经济计划以及其后的国民收入倍增计划，加大了对钢铁、石化、机械、化工、汽车、电气电子等产业的政策倾斜和资源投入，并对电力、铁路、航运、公路、轻工等与民生相关的行业的支持力度，从而带来了日本战后经济发展的黄金时代，形成了钢铁、石化、机械、化工、汽车、电气电子、电力、运输机械等主导产业，以及现代化程度较高的工业基础设施体系，为日本后续的发展奠定坚实的基础。

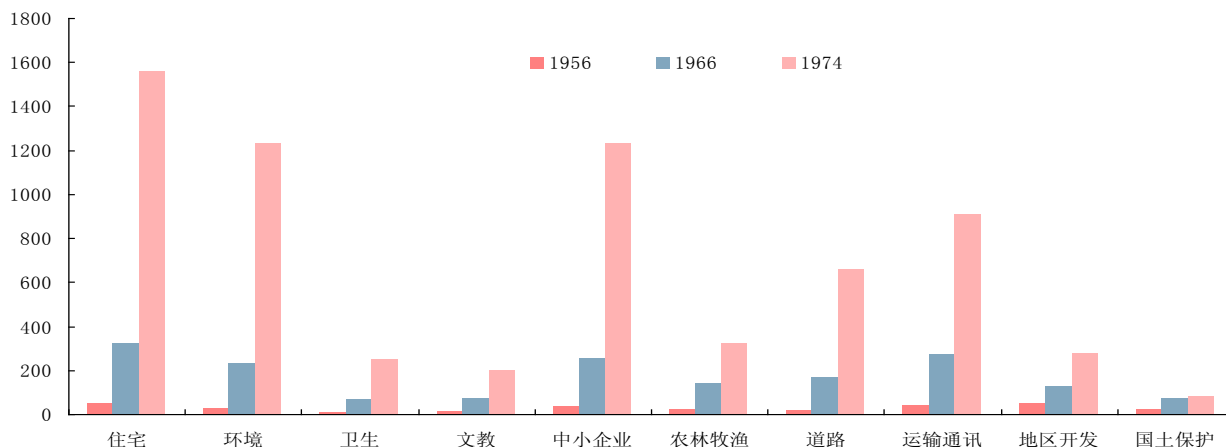
在 1966-1974 期间，是日本工业化成熟阶段，日本在 1965 年实施了中期经济计划，主要的政策目标在于调整原有发展计划和产业政策的偏差，特别是 1970 年新经济社会发展机会，则主要突出经济结构的均衡发展，调整重化工业过度发展导致的产业匹配性差以及居民生活幸福程度上升有限的问题，以建设一个“安居乐业”的经济结构。在这个过程中，日本投资重点倾向于：汽车、建筑地产、家电、电子电气、仪器仪表等。在这个资本投资周期中，日本实现了产业结构的优化和升级，以及新兴主导产业的形成，将日本的工业化带入一个成熟的阶段，使得日本成为一个真正意义上的工业化国家。

图 10：日本工业化演进与投资周期具有匹配性



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 11：日本财政投资资金使用：向中下游主导产业倾斜（万亿日元）

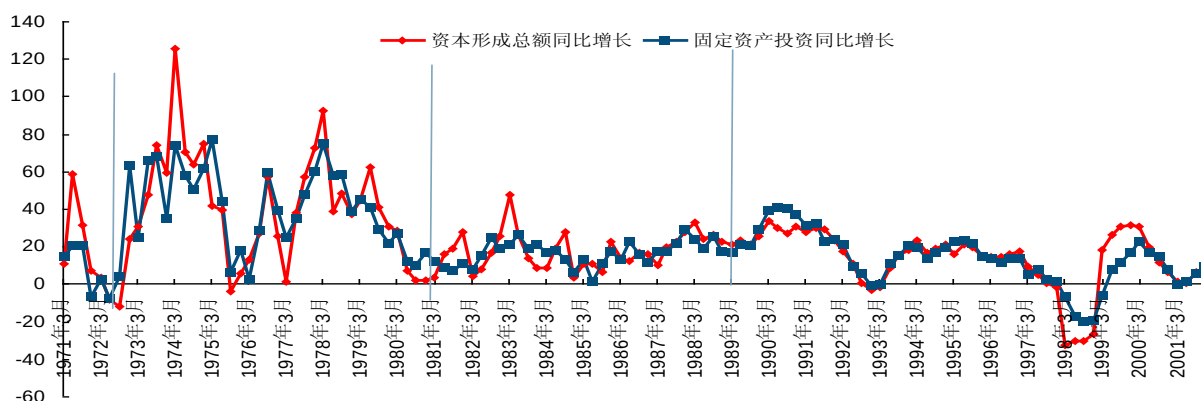


资料来源：日本通商产业政策史第 16 卷。

（2）韩国的投资周期与主导产业演进

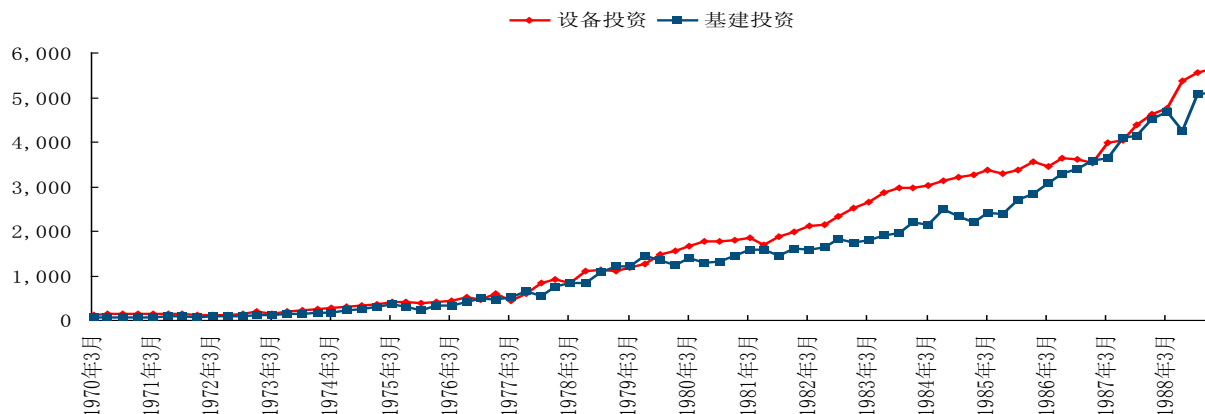
韩国在主导产业的演进中，周期性特征更加明显。韩国政府实行的是 5 年计划，从韩国经济恢复起至于上世纪 90 年代初期，韩国实行了六个 5 年计划。基本上，每两个五年计划，正好与工业化进程的一个阶段向匹配。韩国的五年计划的政策指导性更强，资源和资金投入更加明显，其资本周期的特征也更加明显。70 年代初期至 80 年代初期基本上是工业化起飞的阶段，整个 80 年代则是工业化成熟阶段。

图 12：韩国资产投资周期



资料来源：CEIC

图 13：韩国 80 年代的设备投资强于基建投资

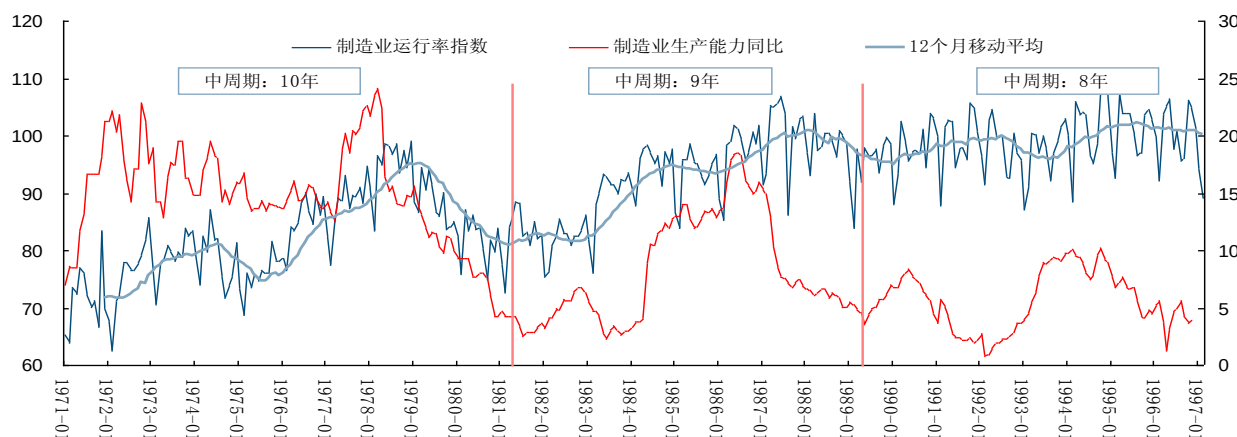


资料来源：CEIC

在工业化起飞阶段，也是一个重化工业投资周期中，韩国的主导产业有：钢铁、石化、电子、船舶、机械、汽车、有色金属，除汽车之外，韩国都出台了行业振兴法，加大了资源投入和资本投资，是典型的资本投资周期特征。这个阶段是韩国制造业生产能力提升最快的阶段，即是韩国工业化推进最为迅速、经济增长最为迅速的时期。

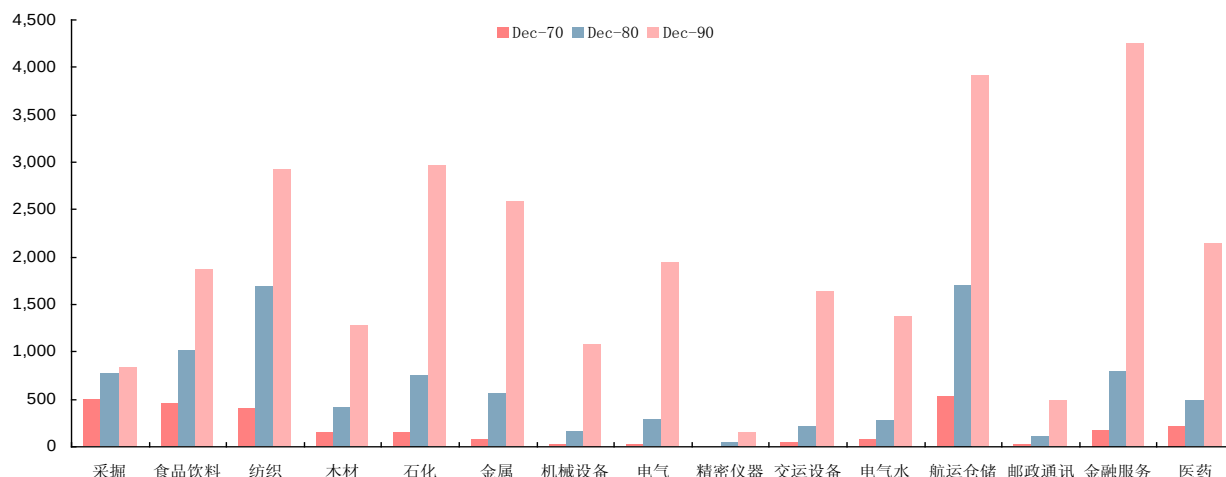
在工业化成熟阶段，同样是一个资本投资周期，是为韩国的“3-5”和“4-5”计划期间，这个阶段投资的两个重点是：一是整固原有的主导产业，特别是理顺主业与辅业以及产业链的匹配性；二是支持和培育新的主导产业，电子、汽车等新兴主导产业在这个阶段得到了极大的资本支持。相对于上一个资本周期，本轮资本投资下的制造业运行相对平稳，制造业生产能力的提升没有起飞阶段明显和持续。

图 14：韩国制造业生产和运行率的周期性



资料来源：CEIC

图 15：韩国主导产业的演进



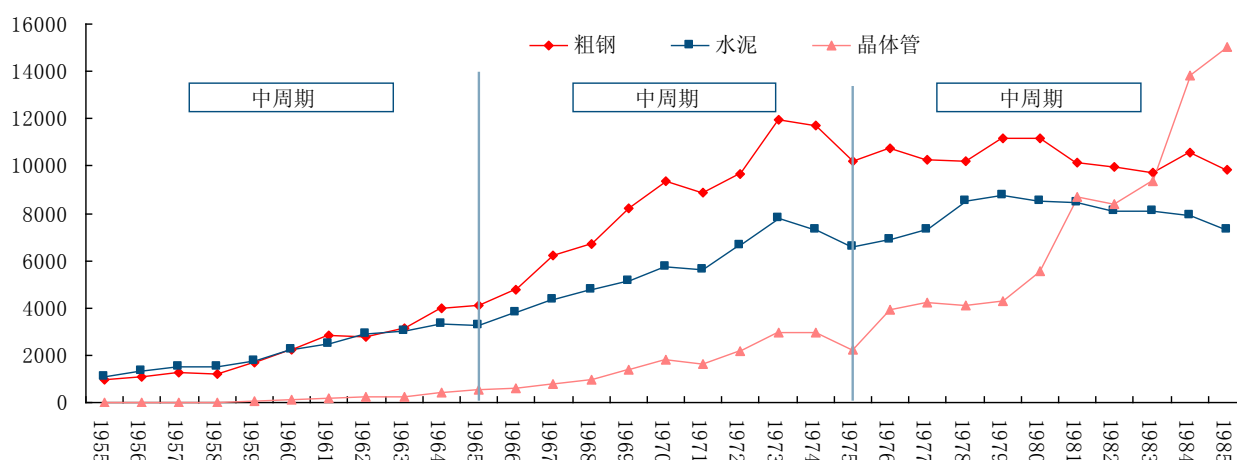
资料来源：CEIC

3、周期演进取决于主导产业

在日本和韩国工业化演进的过程中，资本投资周期的力量是实质性的推动力量，甚至可以说是工业化进程的内在核心动力。在资本投资周期的催化下，日本和韩国的主导产业发生了更迭以及结构性的变化，**每一个工业化阶段对应一个资本投资周期，同时基本出现 1-2 年新的主导产业。**

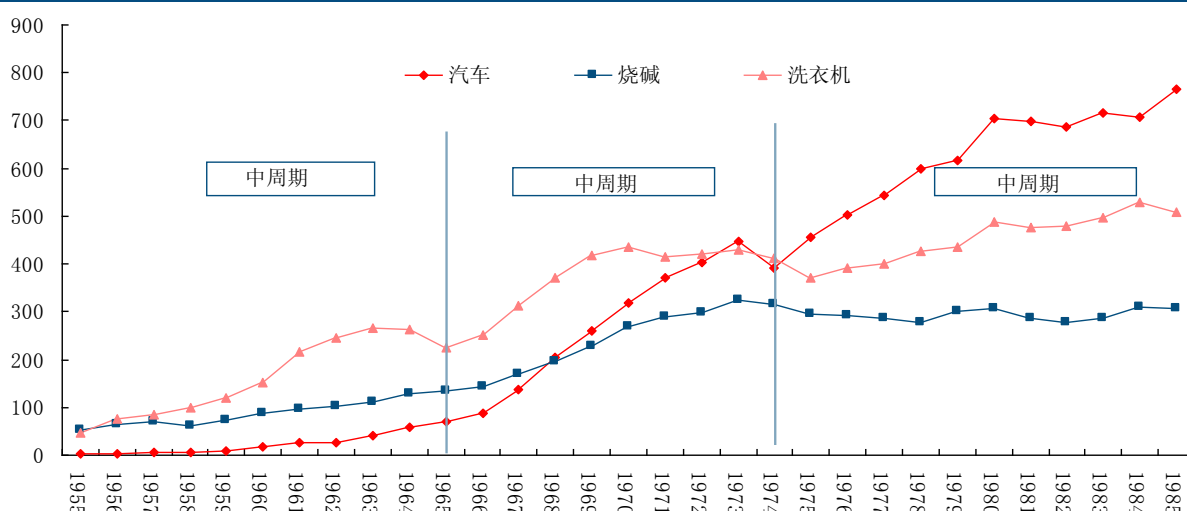
不过，值得注意的是，在每一个工业化阶段的更迭中，都不是对原有进程的否定、中断甚至是逆转，更多的是原有趋势的继续以及新兴力量的叠加。新的一个资本投资周期中，新兴主导产业都不是以一种救世主的姿态面世的，更多地是与原有主导产业的和平共处相互演进的。日本工业化起飞阶段主导产业钢铁的发展并不妨碍准备阶段水泥行业的发展，甚至是共荣的格局；工业化成熟阶段的汽车、家电等的发展也是以钢铁、化工的落败作为基础；不过，在后工业化时代的新一轮中周期中，晶体管等新主导产业的发展与钢铁、水泥、化工等前期主导产业的没落，共同谱写日本产业结构新格局和周期图景。

图 16：日本中周期与主导产业的演进：产量的视角之一



资料来源：战后日本经济社会统计

图 17：日本中周期与主导产业的演进：产量的视角之二



资料来源：战后日本经济社会统计

在周期演进的行业次序中，从日本经验可以看出，新兴的先导产业往往成为一个资本投资周期的先导力量，从库存底部的时点判断，新兴的先导产业基本是快于整体库存的水平，为此，这类行业的主动型库存重建先于宏观经济整体的主动库存重建。根据熊彼特的观点，在新的一轮周期开启的时候，往往具有星星点点的力量分散不同的行业之中，率先萌动的行业往往孕育着希望。

如果说，先导产业的主动型库存重建及其紧随的可能的资本投资周期的复苏是一个相对领先的指标，那么主导产业的库存底部以及库存周期向资本投资周期转换则是新一轮资本投资投资的中坚力量。根据日本 70 年代的库存转换可以知道，当时日本最主要的主导产业钢铁基本上是与整体库存水平同时到达底部并向新的主动型库存周期以及中周期转换。而当时重要的主导产业水泥、机械、有色、汽车等基本是在库存底部前后达到行业自身的库存底部。为此，可以判断，主导产业达到库存底部并向新的周期转换才是新一轮周期启动的决定力量，即新的资本投资周期的实质性复苏需待主导产业的复苏与中兴。如果一个经济体的重化工业是以钢铁主导的，那更加钢铁的库存、产能和价格，基本就可以判断周期的位置。

根据日本的经验，消费品行业是较晚达到库存的底部。不过，值得注意的是，化工行业作为一个强周期行业和主导产业，却是最晚达到库存的底部。根据我们对库存周期与市场趋势的研究，如果化工达到库存的底部，就代表大部分行业都已经先后达到了库存的底部并实现一定的重建，鉴于库存是一个滞后指标，那基于库存转换的市场趋势（大多是反弹的行情）就基本结束。市场需要整固，等待中周期的真正复苏，即是主导产业中兴时刻的到来。到那个时候，市场方能出现系统性的上升趋势。

图 18：主导产业是中周期转换的决定力量



资料来源：CEIC

四、周期演进与主导产业：中国的图景

我们此前通过投入产出表的关联效应分析，认为建筑房地产、服务业、化学化工、黑色金属冶炼加工业、通信设备计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、有色金属冶炼加工业、汽车、通用设备制造以及电力等是中国的主导产业。

结合日本和韩国的经验可以看出，中国现有的主导产业也具有较为明显的重化工业的特征，钢铁、有色、化工、汽车、机械、通信、建筑建材等行业的构筑了中国产业的支柱，这与日本、韩国的工业化进程是基本相似的。不过，由于时代特征的不同，服务业、通信设备计算机等行业的主导性强于相同工业化阶段中的日本和韩国。

表 7：根据产业关联效应甄别的中国经济主导产业变迁

年份	主导产业
1987	建筑业、金属冶炼加工业、机械工业、化学工业、纺织业、电气机械、食品制造业
1992	建筑业、金属冶炼加工业、化学工业、机械工业、纺织业、建筑材料、金属制品业
1997	建筑业、化学工业、金属冶炼加工业、非金属矿物制品业、机械工业、电气机械、金属制品业
2002	建筑业、金属冶炼工业、化学工业、通信设备计算机、通用专用设备、交通运输设备、电气机械
2007	金属冶炼加工业、建筑业、化学工业、通信设备计算机、通用专用设备、交通运输设备、电气机械

数据来源：中信建投证券研究发展部

根据日本和韩国的工业化进程、中周期转换以及主导行业演进的历史经验，我们认为有值得中国借鉴的一些规律，这对于我们认识未来数年中国工业化的发展方向、未来 1-2 年内的周期转换（包括近期的库存周期转

换以及今明两年的中周期转换）以及主导行业选择及其与先导行业的关系，都是具有重要意义的。

一是工业化演进的不同阶段，基本对应一个资本投资周期，一般为 8-10 年的维度。不同经济体其工业化演进的速度和效率有所不同，主要受其所在的长波位置（全球总需求）、技术创新（是否有革命性的技术创新）以及自身资源禀赋等约束。

二是一个工业化阶段中，基本对应 1-2 个新兴主导产业。工业化准备阶段基本是一个工业基础设施投资周期，以农林渔以及具有资源禀赋的低端制造业为主；起飞阶段基本是一个重化工业的投资周期，以钢铁、化工、机械、石化、汽车等作为主导产业；成熟阶段是一个结构升级、技术改造和多元发展阶段，大致为一个设备投资和公共产品投资为主的周期，主导产业根据历史阶段的不同呈现较大的差异，可以有汽车、机械、电子、电气、家电、计算机、通信设备以及信息产业等。

三是主导产业在资本投资周期中实现更迭。资本投资周期是决定主导产业更迭方向的主要力量，往往发端于政府的产业政策及其相关的资本投资倾斜，但是，资本投资周期能否真正兴起也有待于主导产业是否实现周期性中兴。主导产业的更迭不是简单的更替，原有主导产业可能存在较长的历史时期，新兴主导产业也基本难以短期内占据绝对的主体地位。

四是主导产业的更迭基本对应一个中周期，大致 8-10 年时间，不可能一蹴而就。这个中周期基本是发端于 2009-10，在 2011-12 加速，2012 年才能迎来繁荣，主导产业更迭才能实质性进行。这意味着我们：一要重新审视原有的主导产业，在中国的范畴中，就是几个重大的周期性行业，比如钢铁、煤炭、有色、机械、汽车、化工等。二是具有时代和中国特色的建筑地产行业，虽然日本和韩国是在后工业化时代建筑地产才成为主导产业，但是中国在 2002 年其建筑地产业就成为主导产业，虽然目前房地产行业面临重大的政策压力，但是在工业化成熟和城市化加速的进程中，其前向后向效应特别是对消费行业的拉动作用是不可否认的。三是其他服务业中的金融行业，其政策红利和收益的稳定性是其他行业难以比拟的，如果从资产配置的角度而言，金融行业是一种良好的基础品种。

最后是主导产业与先导产业的关系。从日韩的经验看，每一个工业化阶段、每一轮资本投资周期一般都会产生 1-2 个新兴主导产业，如果中国在 2011-12 年能够有效开启新一轮资本投资周期，那新的主导产业会是哪个或哪几个？我们此前的报告《周期复辟的线索（二）：主导产业的复辟》指出，建筑、信息、机械、汽车、钢铁、化工等产业在长波衰退下的本轮中周期中将构成中国经济的主导产业群。新出炉的节能环保、生物制药、新能源、新材料和新能源汽车等新兴先导产业注定有大部分难以成为主导产业。这是我们年度策略会以来强调的周期复辟、中游维新的内涵之所在。

分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhoulv@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。