

## 经济向左，市场向右

### ----潜在增速下降与政策冲击的 2012 市场演绎

#### 报告要点

##### ■ 经济向左、市场向右

由于坚持一贯的短周期相互印证和国际化比较的思路,经济问题是我们判断明年市场的核心。对 2012 年全年,我们认为经济将继续缓慢向下探寻底部,时间低点在三季度,全年经济向左。同时,市场在寻找到经济中期底部之后,缓慢回升,定调为探底回升,全年有正的收益;即为:经济向左,市场向右。

##### ■ 短周期的衰退遭遇潜在增速下降及政策的双重冲击

短周期衰退底部本应近在咫尺,但是政策约束及目标将促使其缓慢回落;同时潜在需求下降也将拉长短周期衰退的时间点,这是本轮短周期对于以往周期的最大差异,也是对于市场为何依然还有 1-2 个季度缓慢下行判断的核心理由所在,虽然这种假设是事后验证,依然有足够的逻辑和理由。

##### ■ 市场走势核心: 经济与政策的博弈和均衡

经济触底之前,市场的反弹行情均来自于流动性改善和财政政策的定向刺激,但是不改震荡下行趋势;我们倾向于一季度初期有小幅基于政策博弈的反弹,但是随后伴随经济基本面继续下行;在二季度需求触底的时间点会产生市场中期底部(这一时间点,基于政策力度在中期到后期不同,最有可能在二季度中后期),之后是震荡向上行情;全年有 15% 的正收益。

##### ■ 行业配置

将遵从三个思路:

- 1) 新平台下的行业中期配置,围绕大危机的过滤器功能配置,分别是:环保、燃气、专用设备、通用设备、电气机械、医药、食品饮料
- 2) 中期,借鉴其他国家的转型共性;三个方向:通信、环保及文化娱乐;
- 3) 短期,遵从历史法则及政策投资思路。二季度市场见底之前,估值为配置的核心,包括汽车、金融等;财政看 5 个方向:高铁投资、通信投资、电力设备、环保及水利投资。

#### 相关研究

《基于宏观经济指标的战略资产配置》

2009 年 7 月, 邓二勇

《高物价下的经济触底回升,“短利”与“中弊”? ----2011 年 7 月宏观模型更新及周期判断》, 2011 年 7 月 13 日, 邓二勇

《小幅衰退如期到来,回落速率是关键——

2011 年 9 月宏观模型更新及周期判断》,

2011 年 9 月 13 日, 邓二勇

#### 分析师:

邓二勇

(8621) 68751589

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120005

#### 联系人:

吴邦栋、吴春杰、胡瑞丽

(8621) 68751589

wucj@cjsc.com.cn

## 正文目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 前言 .....                                  | 6  |
| 一、当前的经济状态 .....                           | 7  |
| 1.1: 宏观衰退已显, 微观尚未呼应 .....                 | 7  |
| 1.2: 传统经济与市场底部判断: 近在咫尺 .....              | 8  |
| 二、盈利周期与政策冲击 .....                         | 9  |
| 2.1: 盈利是经济向市场传导的关键中间变量 .....              | 9  |
| 2.2: 盈利的拆解与反转判断 .....                     | 10 |
| 2.3: 市场反转与快速下降期 .....                     | 12 |
| 2.4: 快速下降期的时间稳定性 .....                    | 14 |
| 2.5: 当前已进入快速下降期 .....                     | 15 |
| 2.6: 风险点: 政策的干扰 .....                     | 16 |
| 三、潜在经济下行的周期冲击特征 .....                     | 18 |
| 3.1: 潜在经济增速下平台的一般特征 .....                 | 18 |
| 3.2: 经济向左, 市场向右 .....                     | 21 |
| 3.3: 价格、盈利、经济与市场启动点 .....                 | 24 |
| 3.4: 国内 A 股将沿何种路径运行? .....                | 26 |
| 四、新平台下的行业选择 .....                         | 29 |
| 4.1: 潜在经济增速下移诱发产业结构调整 .....               | 29 |
| 4.2: 产业结构变化的国际经验 .....                    | 29 |
| 4.3: 国际经验的现实意义 .....                      | 41 |
| 五、他山之石: 他国产业结构调整的特性 .....                 | 42 |
| 5.1: 美国产业结构调整, 固投结构转向民生相关行业 .....         | 42 |
| 5.2: 日本第三产业开始崛起, 民生消费相关行业为重点 .....        | 44 |
| 5.3: 英、德、法产业结构调整征途 .....                  | 45 |
| 5.4: 通信行业——宽带建设政策引路、行业内生增长力促进 .....       | 46 |
| 5.5: 环保行业——中毒、污染等倒逼环保行业发展, 政策推进脱硝先行 ..... | 47 |
| 5.5: 传统的 PE&EARNING 路径 .....              | 47 |
| 六: 结论 .....                               | 50 |
| 6.1: 市场走势及风险点 .....                       | 50 |
| 6.2: 行业配置 .....                           | 51 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: 年度分析框架 .....                            | 6  |
| 图 2: 2012 年度投资策略会对市场走势的判断及图形 (2011-11) ..... | 6  |
| 图 3: 战术经济周期宏观经济数据更新 .....                    | 7  |
| 图 4: 当前库存状态 .....                            | 7  |
| 图 5: 五大行业库存同比变化 .....                        | 8  |
| 图 6: 97-00 年的“滞涨”定义状态 .....                  | 9  |
| 图 7: 99 年市场表现及盈利状况 .....                     | 9  |
| 图 8: 05 年工业企业利润与上市公司盈利的背离 .....              | 10 |
| 图 9: 99 年市场表现及盈利状况 .....                     | 10 |
| 图 10: 价格 (加工类 PPI)、盈利及需求 (工业增加值-产成品库存) ..... | 11 |
| 图 11: 盈利周期划分示意图 .....                        | 11 |
| 图 12: 过往盈利周期的历史情况 .....                      | 12 |
| 图 13: 上市公司 EPS 同比与上证指数 .....                 | 12 |
| 图 14: 需求、工业企业利润以及上证指数 .....                  | 13 |
| 图 15: 上市公司制造业 EPS 同比、工业企业利润同比及上证指数 .....     | 13 |
| 图 16: 国际历史比较 .....                           | 14 |
| 图 17: 快速下降期的时间稳定性 .....                      | 14 |
| 图 18: 年内加工类 PPI 的变动情况 .....                  | 15 |
| 图 19: 新增信贷同比 .....                           | 16 |
| 图 20: 2010、2011 年中 PPI 下降趋势被财政打破与市场反弹 .....  | 17 |
| 图 21: 财政大幅放松下市场走势的变化形态 (风险点一) .....          | 17 |
| 图 22: 潜在经济增长力下降的一般路径 .....                   | 18 |
| 图 23: 美国历史上的二次潜在经济增长力下移 .....                | 19 |
| 图 24: 日本历史上的二次潜在经济增长力下移 .....                | 19 |
| 图 25: 德国历史上的潜在经济增长率下移 .....                  | 20 |
| 图 26: 韩国在亚洲金融危机后的潜在经济增长力下移 .....             | 20 |
| 图 27: 城镇单位就业人数同比与城镇失业率 .....                 | 21 |
| 图 28: 价格对产出波动的敏感度较高 .....                    | 21 |
| 图 29: 美国石油危机后潜在经济增长力下降后的道琼斯工业平均指数的表现 .....   | 22 |
| 图 30: 美国科技泡沫前后道琼斯工业平均指数的表现 .....             | 23 |
| 图 31: 日本在第一次石油危机冲击下不同阶段的股市表现 .....           | 23 |
| 图 32: 日本 20 世纪第二次潜在经济增长力下降不同阶段的股市表现 .....    | 23 |
| 图 33: 德国潜在经济增长力下降不同阶段的股市表现 .....             | 24 |
| 图 34: 韩国潜在经济增长力下降不同阶段的股市表现 .....             | 24 |
| 图 35: 日本房地产泡沫破灭后的核心经济指标变化 .....              | 25 |
| 图 36: 美国二次石油危机后的核心经济指标变化 .....               | 25 |
| 图 37: 韩国东南亚金融危机后的核心经济指标变化 .....              | 26 |
| 图 38: 中国、韩国净出口占 GDP 比重 .....                 | 27 |
| 图 39: 韩国固定资本形成与消费占 GDP 比重 .....              | 27 |
| 图 40: 全球经济增长与贸易程度变化 .....                    | 28 |
| 图 41: 韩国潜在经济增速下平台阶段需求启动被延后 .....             | 28 |

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| 图 42: 潜在经济增速下平台后产业结构调整的逻辑 .....                             | 29 |
| 图 43: 美国 80 年代主导行业占 GDP 比重继续增加 .....                        | 30 |
| 图 44: 计算机和电子产品行业增加值占 GDP 比重变化 (%) .....                     | 32 |
| 图 45: 汽车整车、车身、车斗及零部件行业增加值占 GDP 比重变化 (%) .....               | 32 |
| 图 46: 汽车及其上游行业表现较好 .....                                    | 32 |
| 图 47: 美国 20 世纪初制造业、批发零售贸易在 GDP 中占比萎缩 .....                  | 33 |
| 图 48: 石油和煤炭行业增加值占 GDP 比重 (%) .....                          | 34 |
| 图 49: 化学产品行业增加值占 GDP 比重 (%) .....                           | 35 |
| 图 50: 潜在经济增速降至新平台阶段的行业表现 (2004.11—2007.07) .....            | 35 |
| 图 51: 日本 90 年代主导行业占 GDP 比重继续增加 .....                        | 36 |
| 图 52: 通信行业增加值占 GDP 比重变化 .....                               | 36 |
| 图 53: 商业活动增加值占 GDP 比重变化 .....                               | 36 |
| 图 54: 平台期行业涨跌幅 (96.5-97.6) .....                            | 38 |
| 图 55: 韩国在亚洲金融危机前后各行业占 GDP 的比重及变化 .....                      | 38 |
| 图 56: 潜在经济增长力降至新平台期的行业表现 (01.9—03.9) .....                  | 40 |
| 图 57: 金融危机中工业行业增速变化 (07 年 6 月—09 年 6 月) .....               | 41 |
| 图 58: 美国产业结构转换历史 .....                                      | 42 |
| 图 59: 美国 2010 年 GDP 行业构成 .....                              | 42 |
| 图 60: 美国固定资产投资结构变化 .....                                    | 44 |
| 图 61: 日本产业结构转换历史 .....                                      | 44 |
| 图 62: 日本固定资产投资结构变化 .....                                    | 45 |
| 图 63: 英、德、法产业结构调整历程 .....                                   | 45 |
| 图 64: 英国固定资产投资结构 .....                                      | 46 |
| 图 65: 法国固定资产投资结构 .....                                      | 46 |
| 图 66: OECD 国家宽带普及率及人均 GDP 的对比情况 .....                       | 46 |
| 图 67: 2000 年周期一市场反弹初期, PE 推动为主导 .....                       | 48 |
| 图 68: 2003 年周期二反弹期 .....                                    | 49 |
| 图 69: 2005 年周期三反弹期 .....                                    | 49 |
| 图 70: 图: 2003 年周期二反弹期 .....                                 | 49 |
| 图 71: 2005 年周期三反弹期 .....                                    | 49 |
| 图 72: 2012 年市场走势预测 (12 月, 右图) 及与 11 月 23 日年度策略差异 (左图) ..... | 50 |
| 图 73: 风险点 (需求下降被进一步延迟) .....                                | 51 |

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 最新处在被动补库存状态的行业 .....                                | 8  |
| 表 2: 盈利周期四个部分的划分依据 .....                                 | 10 |
| 表 3: 美、日、韩 PPI 回落至需求见底的各轮时间 .....                        | 15 |
| 表 4: “快速下降期”中都存在货币底部拐点 .....                             | 16 |
| 表 5: 各国股市表现总结 .....                                      | 22 |
| 表 6: PPI 回落到需求回升的时间间隔 .....                              | 28 |
| 表 7: 美国 80 年代各行业增加值占 GDP 比重变化 (1982-1989 年) 单位: % .....  | 31 |
| 表 8: 美国 20 世纪初各行业增加值占 GDP 比重变化 (2001-2006 年) 单位: % ..... | 33 |
| 表 9: 日本 90 年代各行业增加值占 GDP 比重变化 (2001-2006 年) 单位: % .....  | 36 |
| 表 10: 韩国 97 年金融危机后行业 GDP 占比变化 .....                      | 39 |
| 表 11: 转型期间美国对产业的政策支持 .....                               | 43 |
| 表 12: 美国各行业对 GDP 贡献度变动 .....                             | 43 |
| 表 13: 政策频出推动脱硝行业发展 .....                                 | 47 |
| 表 14: 2000 年市场反弹期盈利与 PE 增速 .....                         | 48 |

## 前言

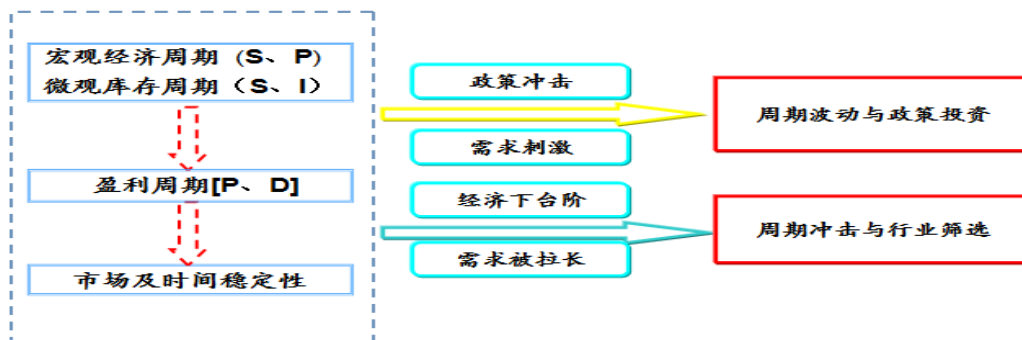
站在 2011 年的尾声，当我们思考 2012 年全年市场走势的时候，我们依然坚持了自上而下的 4 套周期体系相互印证的思路，并且秉承我们国际化历史对比的原则，希望从中有所收获和启发。这种思考，不一定能够完整的描述明年状况，但是我們希望能够对明年的整体逻辑和思路有一个相对全面的思考，从而提供一个可供参考和跟踪的视角。

本年度策略，核心解决三个问题：

- 1: 在我们既有的框架体系之中，经济的运行和演绎情况何如？
- 2: 基于对传统经济走势在外部冲击下的特征，所对应的市场走势何如？
- 3: 行业配置遵从何种长期、中期及短期结合的思路？

由于我们一直延续经济的思路思考市场，因此对经济的考察尤其是短周期的经济波动是我们梳理的核心，基于影响传统小周期走势的核心是三点：1）经济周期的规律；2）政策周期的干扰；3）潜在需求的影响。可能巧合的是，这一次，我们将看见这三种因素的叠加，因此本文的主要经济分析逻辑如下所示：

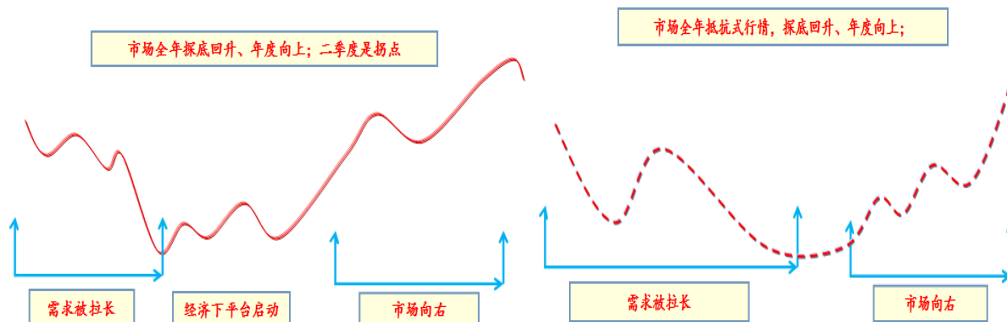
图 1：年度分析框架



资料来源：长江证券研究部

经济向左、市场向右，是我们对于中长期经济及市场走势的核心判断，这一判断，更多的来自于我们历史比较的中周期结论范畴，而短周期下，我们梳理出年会时间点（11 月 23 日）及当期时间点我们对于 2012 年度观点如下所示，现在来看，基本上保持了节奏的完整性：

图 2：2012 年度投资策略会对市场走势的判断及图形（2011-11）



资料来源：长江证券研究部

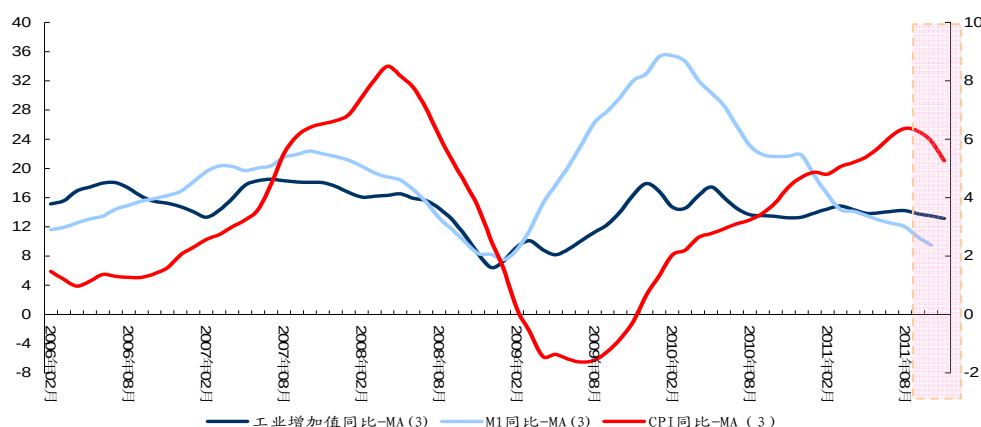
## 一、当前的经济状态

在正式的分析之前，我们还是从传统的经济周期上对当前的经济状态进行全景式的描述，并且在这个基础上，阐述我们从经济周期到市场之间出现背离时，产生的思考和方法拓展，从而引出我们后面几个层次的基础，盈利周期。

### 1.1: 宏观衰退已显，微观尚未呼应

在对经济的分析上，宏观经济周期与微观的库存周期状态是一一对应的，而一般来说，宏观的表征要较微观有一定的时间领先，进入 2011 年四季度以来，我们发现宏观经济上已经摆脱了 2010 年以来的长期滞涨或“类滞涨”阶段，进入了快速的衰退阶段，从三个月移动平均的水平来看，工业增加值和 CPI 同比，甚至包括 M1 同比同时开始处于了下降通道，而对市场与宏观周期的联系而言，底部往往出现在衰退期的尾声。

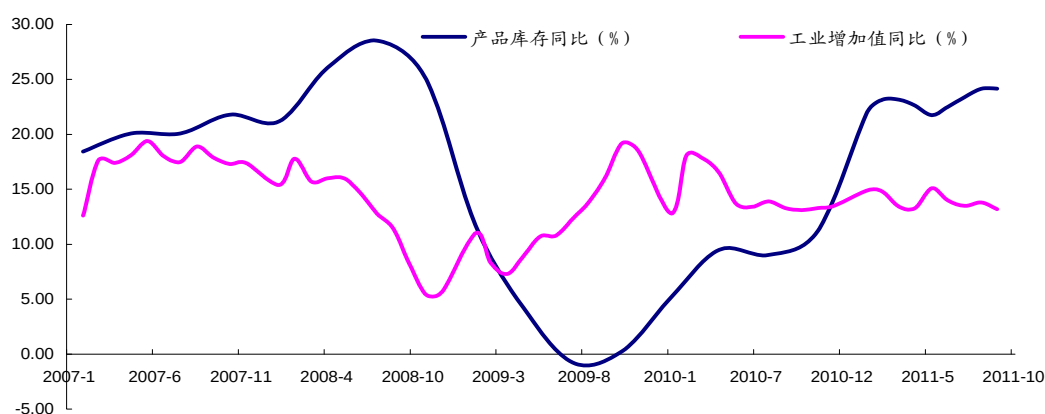
图 3: 战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

但另一方面，我们从与其对应的微观库存上看，还是相对滞后的，最新的数据还停留在被动补库存的状态，这反映了当前在宏观上看到的还只是衰退的前期。

图 4: 当前库存状态

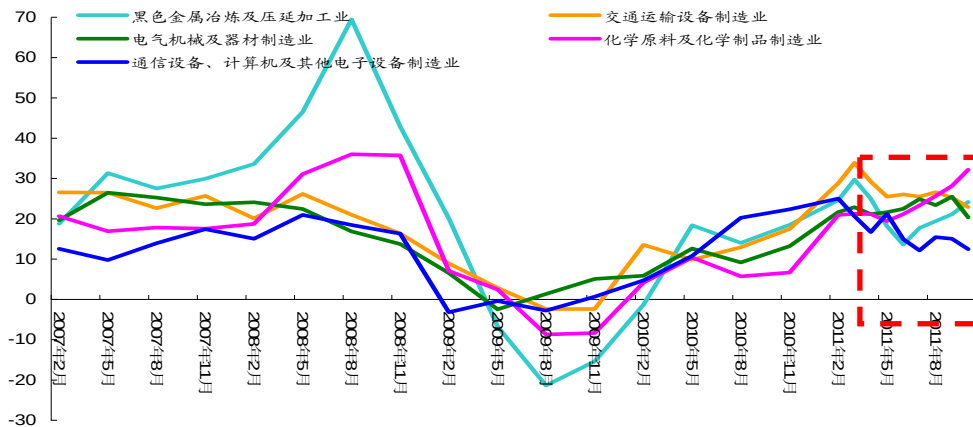


资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部



但是从行业结构上来看,我们也发现了这种整体库存高位情况下,产业链传导方面出现了细微的变化,这也证明了宏观和微观上目前的状态并不矛盾。尽管上图表明,自今年2季度以来工业产成品库存已持续处在高位,但无论是五大行业还是整体上、下游的产业链,都显示出了从下游向中上游蔓延的趋势,这也说明高库存的情况已经进入了尾端。

图 5: 五大行业库存同比变化



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

表 1: 最新处在被动补库存状态的行业

| 周期阶段划分 | 行业                | 库存同比变化 | 工业增加值同比变化 |
|--------|-------------------|--------|-----------|
| 被动补库存  | 纺织业               | 0.2    | -0.2      |
|        | 食品制造业             | 0.5    | -0.6      |
|        | 橡胶制品业             | 5.42   | -0.8      |
|        | 非金属矿物制品业          | 1.44   | -1        |
|        | 化学原料及化学制品制造业      | 4.07   | -1.7      |
|        | 纺织服装、鞋、帽制造业       | 1.28   | -1.7      |
|        | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | 0.75   | -2.5      |
|        | 黑色金属冶炼及压延加工业      | 3.03   | -2.9      |
|        | 烟草制品业             | 2.82   | -2.9      |

资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

## 1.2: 传统经济与市场底部判断: 近在咫尺

对传统经济周期的判断我们在之前的报告中,多有涉及,基于三个方面的理由,如果没有政策换届周期中政策决策制定的约束及潜在需求下降,我们有理由相信传统上经济和市场的底部应该已经近在咫尺,如下所示:

- 1): 传统经济周期运行的时间点和幅度都已经预示底部的到来;
- 2): 价格到需求的传导路径及库存的叠加效应足以产生经济的底部和市场的底部;
- 3): 无约束条件下的货币与财政空间足以支撑市场和经济的底部。

这次,我们将讨论有政策冲击和需求下降过程中,传统周期的演绎方式及其对市场的影响,这种假设基于足够的理由和逻辑,因此显得尤为重要。



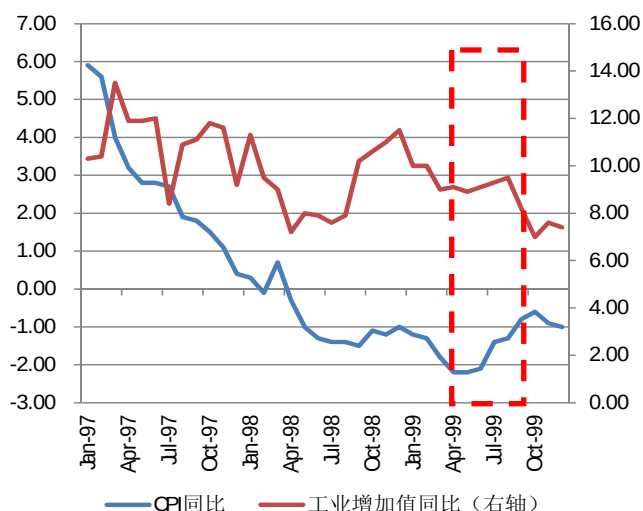
## 二、盈利周期与政策冲击

### 2.1: 盈利是经济向市场传导的关键中间变量

在我们原先的周期分析框架中，经济周期的判断是市场结论的基石，但是历史数据的验证除了说明这一逻辑体系的正确性之外，也同时揭示了盈利在这条传导路径中的重要性。我们会发现近期的中国市场上有过两次经济周期与市场结果背离的情况，而原因都来自于经济向盈利的传导出了问题。

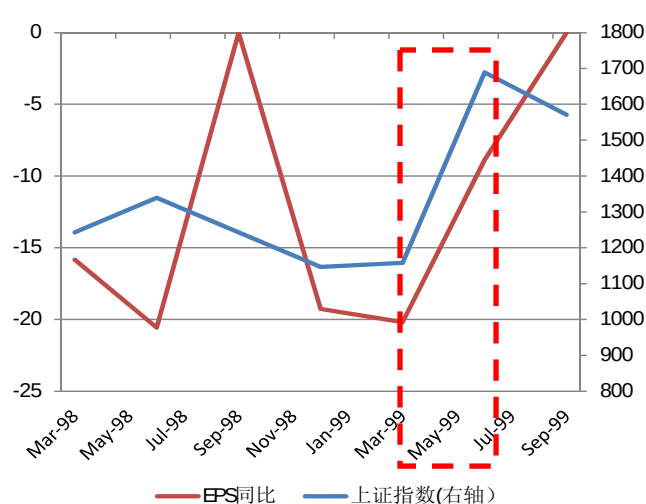
首先是 99 年的情况。在经历了亚洲金融危机之后，99 年的宏观经济状态，符合我们小周期中“滞胀”的定义，即工业增加值向下，CPI 同比上升，按照复苏、繁荣、滞胀、衰退的划分，在滞胀期内的市场表现应当是四个经济状态中最差的，但我们看到市场当时有非常显著的拉升，这就是“519”行情。

图 6: 97-00 年的“滞胀”定义状态



资料来源：长江证券研究所

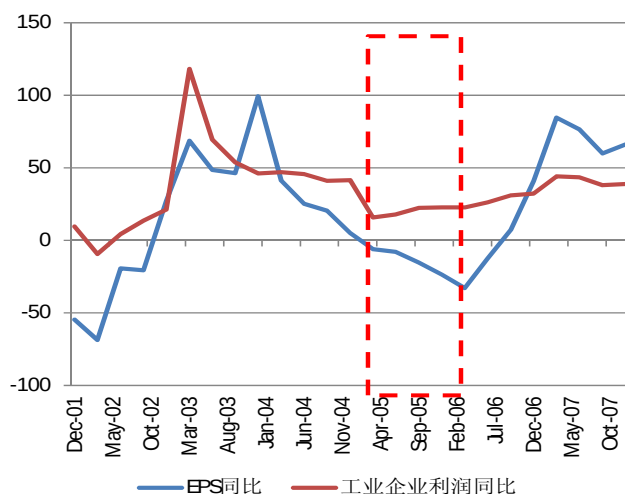
图 7: 99 年市场表现及盈利状况



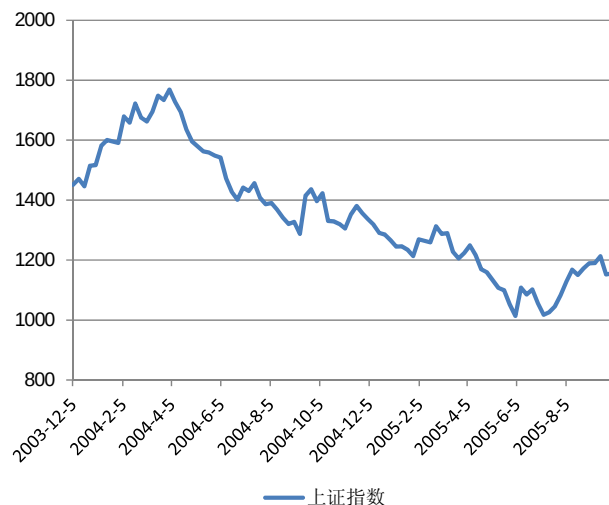
资料来源：长江证券研究所

这是一次典型的经济周期判断与盈利背离的案例。从上图可以看到，99 年的 CPI 尽管向上，但却是从通缩状态向 0 回归，因此这次的“滞胀”并没有以往我们看到的在滞胀期，高物价带来的成本抬升，盈利下降和需求减弱这些问题。尽管量上仍旧延续下降，但是上右图可以看到，由于通缩状况得到了很大程度的缓解，所以上市公司 EPS 同比在此阶段，也出现了大幅的回升。这告诉我们，经济状态能否顺畅的影响盈利是关键的一步。

其次，05 年上半年再次存在类似情况，但这次是整个实体经济的盈利与上市公司盈利背离导致的。由于体制的原因，在股改之前的一段时间内，集团公司缺乏将业绩放入上市公司的动力，所以造成了 05 年初，实体经济已经结束衰退步入复苏，并且整个工业企业利润的同比也已经触底回升，但上市公司 EPS 同比却继续下降直至 06 年初，而对比 05 年的市场表现，可以清晰地看到指数呈现一路下行，这也说明，上市公司的盈利是从经济到市场的判断逻辑的关键枢纽，如果仅仅是经济变好，而没有带来实质性的上市公司盈利回升，那么基于经济周期判断市场的方法论也存在错误，所以我们在本报告中，除了原有的周期判断，更多的是加入了盈利视角。

**图 8：05 年工业企业利润与上市公司盈利的背离**


资料来源：长江证券研究所

**图 9：99 年市场表现及盈利状况**


资料来源：长江证券研究所

## 2.2：盈利的拆解与反转判断

通过前面的论述，我们想说明的是，将市场判断和盈利相结合是建立在我们原有的经济周期上的更深层次的视角，并且和微观库存周期一样，这种判断不仅仅是针对于整体市场指数，同样的方法也适用于各个行业的判断，在这里我们不一一列举，主要做整体市场的判断。

### 盈利的价、量拆解

盈利变动主要取决于两个方面的因素：价与量，因此，我们对于盈利的分析也是按照这两个方面来拆解的。按照驱动盈利上升的因素来划分，我们将一轮盈利的下降和上升划分为四个阶段，并且在大多数时间里，这四种状态与宏观变量之间的关系是很紧密的。下表详细的说明了四种不同状态下，价（加工类 PPI）以及量（工业增加值-产成品库存）所处的状态。

**表 2：盈利周期四个部分的划分依据**

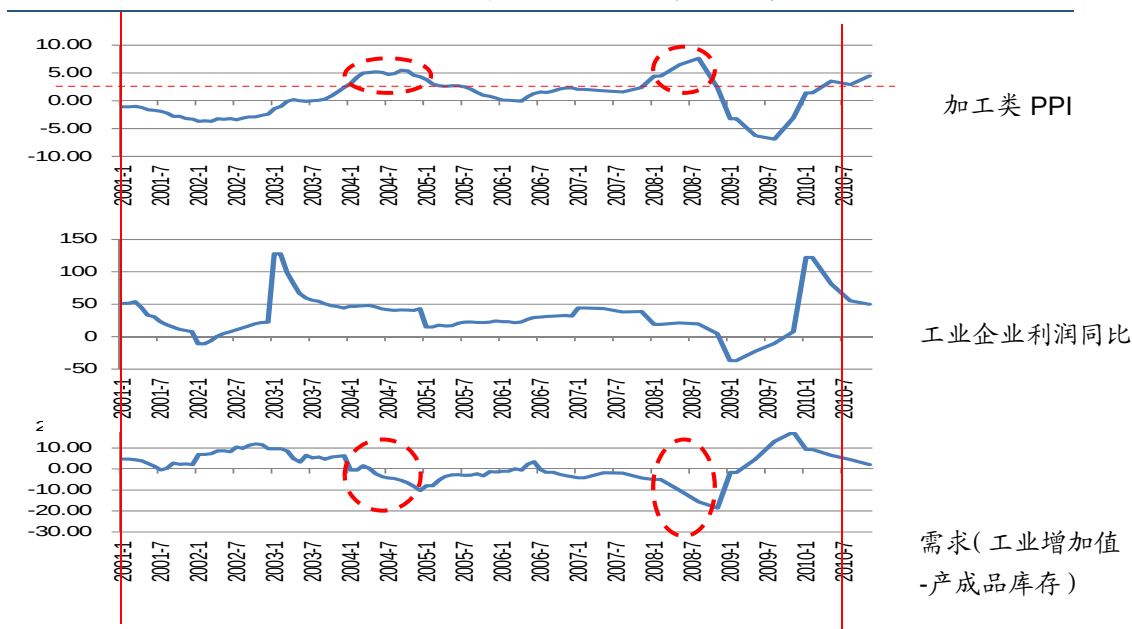
| 盈利状态  | 划分依据                | 含义                                        | 中国历史时段                                      |
|-------|---------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 缓慢下降期 | 加工类 PPI 同比超越临界值并向上  | 价格在高弹性区引致了需求的大幅下滑，盈利随之下滑，这是盈利周期中最主要的下滑时间段 | 2003.12~2004.9&2007.12~2008.8&2010.3~2011.7 |
| 快速下降期 | 加工类 PPI 见顶回落至需求见底   | 价格虽已回落，但到激发需求的传导需要时滞，这就是快速下降期，盈利仍下滑       | 2004.10~2004.12&2008.9~2008.11&2011.8~至今    |
| 需求驱动期 | 需求见底回升，加工类 PPI 持续回落 | 价格下降对盈利并无支撑，但盈利的持续上行，其主要来自需求的驱动           | 2005.1~2006.4&2008.12~2009.7                |
| 价格驱动期 | 加工类 PPI 见底回升直至临界值   | 价格回升已对需求开始抑制，但需求下滑幅度有限，价格的提升驱动了盈利的继续上行    | 2006.5~2007.11&2009.8~2010.3                |

资料来源：长江证券研究部

当然，这其中隐含了一个我们在 2011 年年度策略中提到的结论，即当价格超过高弹性区（实

证表明加工类 PPI 在 2.5%以上) 时, 会开始对需求或者说量, 产生大幅的抑制, 而在低弹性区的价格上涨对需求的抑制程度很弱。

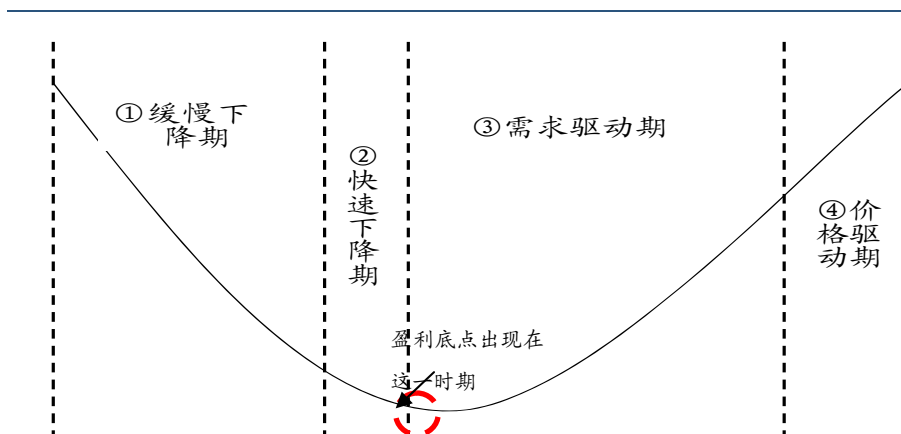
图 10: 价格(加工类 PPI)、盈利及需求(工业增加值-产成品库存)



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

结合这样的划分标准, 我们用下面的示意图清晰的反应了盈利处在不同阶段的顺序性。并且在这其中有三个特点值得指出: 1. 在盈利下降的过程中, 绝大多数盈利下降的时间是集中在缓慢下降期的, 即价格过高, 明显抑制了需求, 导致的盈利下滑; 2. 量、价齐跌的快速下降期过去的几轮经验表明, 往往都非常短暂; 3. 盈利的底部是出现在需求驱动期的前端的, 而不是在两个下降期出现。

图 11: 盈利周期划分示意图



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

按照这样的划分方法, 我们考察了 2000 年以来已经经历了的三轮周期的情况, 可以看到, 过去两轮周期是完全符合这一划分特征的, 并且也按照四个状态轮动。当然值得一提的是, 2000 年的盈利变化并不是这样, 这主要是由于当时的 PPI 价格始终处在通缩的阶段, 并未因到达高弹性区而带来盈利的下滑, 不是典型的情况, 所以在我们的分析中, 对这轮涉

及的也较少。

图 12: 过往盈利周期的历史情况



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

## 2.3: 市场反转与快速下降期

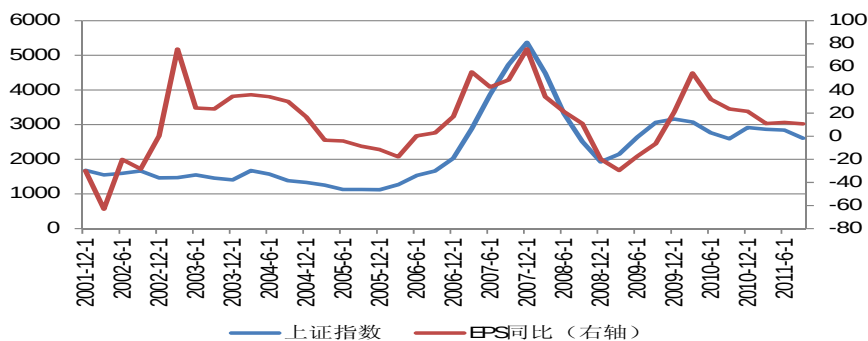
在利用拆解的方法分析了盈利变化的规律之后, 我们需要做的是将其和市场表现联系起来。这里分两个层次, 一是需求和市场底部的同步性, 对盈利的领先性; 二是价格和需求间互相影响的关系。

### A 股盈利取决于需求, 需求与市场底部同步

在这里我们要讨论几个拐点变量——价格见顶、需求见底、盈利见底与市场见底。一方面, 我们通过历史经验的判断, 得到 A 股市场过去的情况。另一方面, 我们也试图通过国际化对比的方法, 揭示不同经济体盈利模式的差别。

首先, 先看 A 股的情况。大家共识的是盈利的底部是滞后于市场的底部, 过去滞后的时间在 1~2 个季度。另外, 通过我们上面一个部分的分析, 对 A 股而言, 已经证明的事实是需求会领先于盈利的见底 (即盈利底部出现在需求驱动期, 见图“盈利周期划分示意图”)。但最重要的是, 需求和市场底部之间的先后关系如何?

图 13: 上市公司 EPS 同比与上证指数

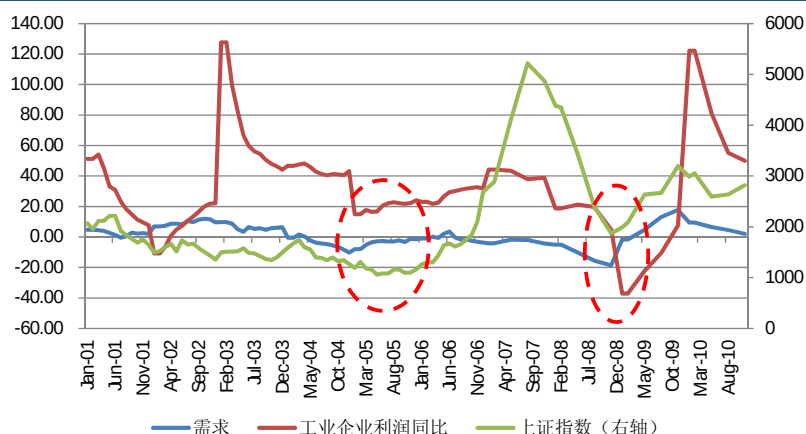


资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

我们认为，对中国而言，需求是决定盈利触底反弹的决定变量，从过去两轮的经验都能说明，**需求和市场是同步见底的变量。**

08 年的事实非常显而易见，从下图中可以看到，需求和市场同时在 08 年四季度见底，并均领先盈利一个季度。但从下图的直观来看，似乎 05 年并不符合这一结论，这就涉及到我们前面提到的 05 年盈利背离的情况。

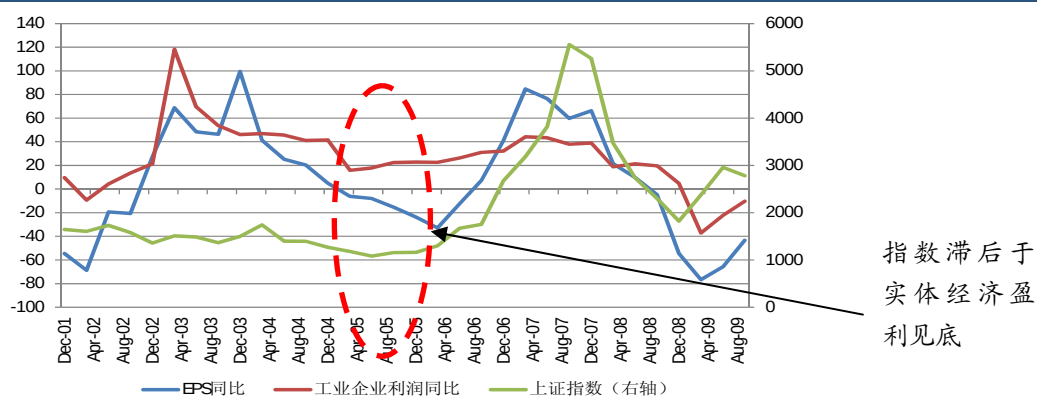
图 14：需求、工业企业利润以及上证指数



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

按照上市公司盈利来看，市场指数大幅领先于 EPS 同比的见底，但从整个实体经济利润同比的情况来看，却领先于市场的见底，所以假设没有体制问题的影响，那么上市公司和真实经济在盈利上就不会存在背离的情况，市场的见底应该更为提前，因此我们认为 05 年市场底部应该出现在一季度比较合理。如果按照这个假设的话，在上图中可以看到，需求的见底时间是出现在 04 年的 12 月左右，那么也可以认为需求与市场的底部在时间上是一致的。

图 15：上市公司制造业 EPS 同比、工业企业利润同比及上证指数



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

## 需求决定并不是全体适用的

尽管从过去 10 年内 A 股的情况来看，需求是决定整体盈利的关键变量，并且与市场也保持着较好的底部同步性，但是当我们同样去考察国际经验的时候，会发现这并不是全体适用的，越类似于消费型的经济体差异越大。

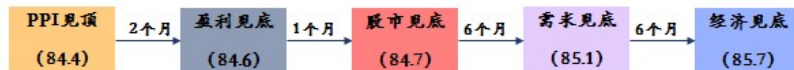
下图是我们考察了美、日、韩三国比较典型的几次见底过程中，总结得到的先后次序图。

图 16：国际历史比较

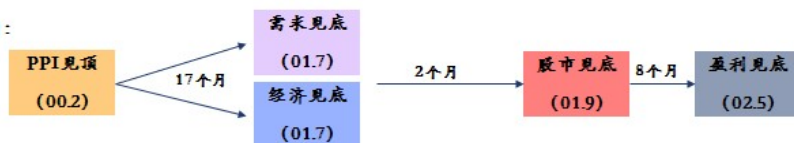
日本90年代：



美国：



韩国：



资料来源：长江证券研究部

我们可以看到 90 年代的日本以及美国在 80 年代的经验都显示，决定盈利的力量直接来自于价格，而不是需求，仅仅依靠价格回落带来的利润率回升就能够达到反转盈利的效果，于此同时，股市的见底也要大幅领先于需求的见底，而仅仅是滞后于价格，这是与中国完全不同的经济结构以及市场行业结构造成的。

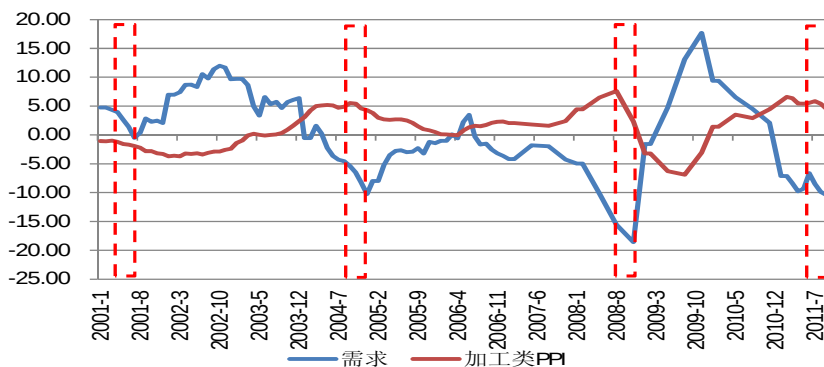
韩国则与中国非常类似，均是一个需求决定盈利和略领先股市见底状况。总体来说，我们认为对于投资型经济体来说，盈利关键将更多来自需求，而消费型经济体取决于价格，盈利的这种差异也决定了对于市场反转的判断是不同的，当下的中国将仍旧符合需求主导的市场。

## 2.4：快速下降期的时间稳定性

前面论述了需求对于判断市场底部的重要性，这个部分中我们讨论市场判断的第二个关键点，即价格与需求的相互关系。

对于盈利的快速下降期而言，本质上是一个价格开始下降，但是还未刺激起需求的时间段，我们会发现在中国 2000 年以来的三次快速下降期，在时间跨度上都存在稳定的特征，即从价格开始下降到需求的见底所需要的时间是 3~4 个月。

图 17：快速下降期的时间稳定性



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部



这也就意味着，需求是和市场反转同步的，而价格的见顶回落能够为我们稳定的提供预判需求回升的重要依据。

由于中国的成熟市场和成熟经济发展时间较短，“这种价格和需求的传导关系是不是真的在时间上具有稳定性？”的疑问需要更多的验证，对此，我们同时考察了美、日、韩三国价、量的关系。通过下表的统计，我们可以看到，价格下降对需求刺激的时滞时间都相对固定，只不过对于不同的经济体来说，这种稳定的时滞时间是不同的，美国、日本相对较长，而韩国与我们比较类似，时滞较短，在 4-5 个月。

表 3: 美、日、韩 PPI 回落至需求见底的各轮时间

|         | 日本                |                   |                   |                   | 美国                |                    |                   |                   |                    | 韩国                |                   |                    |                    |
|---------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 时间跨度    | 1985.2-1<br>986.1 | 1995.5-1<br>996.2 | 1997.5-1<br>998.3 | 2000.6-2<br>001.9 | 1966.9-1<br>967.6 | 1970.2-1<br>970.11 | 1984.4-1<br>985.1 | 1993.5-1<br>994.2 | 1996.12-<br>1997.7 | 1998.3-1<br>998.8 | 2000.2-2<br>001.8 | 2004.10-<br>2005.2 | 2008.8-2<br>008.11 |
| 时间长度（月） | 11                | 9                 | 10                | 10                | 9                 | 9                  | 9                 | 9                 | 8                  | 5                 | 15                | 4                  | 3                  |

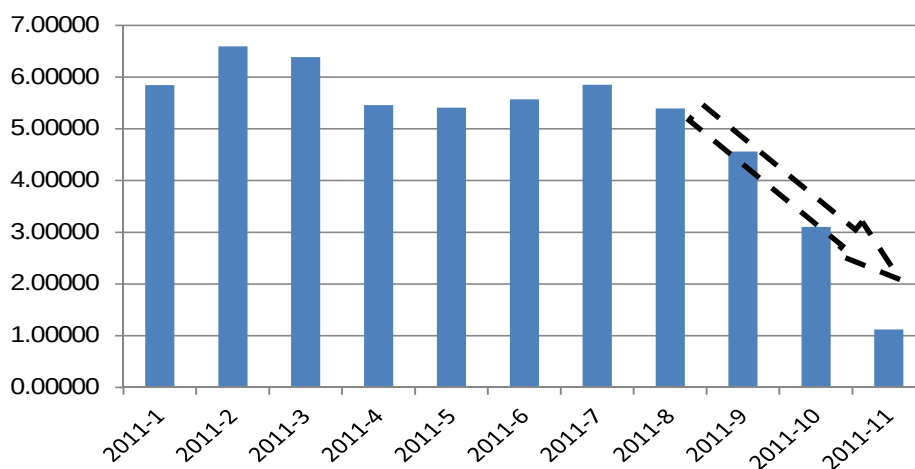
资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

## 2.5: 当前已进入快速下降期

在市场判断上，我们已经寻找找到了一条思路“价格——需求——市场”，即利用 PPI 的变化，预判需求被刺激的时点，再通过需求和市场底部的同步性，判断市场反转的时点。因此，价格的现状是我们当前关注的第一步。

从最新的加工类 PPI 数据来看，本轮的高点在 7 月出现，已出现了连续三个月的下降，因此，从第一点——价格上，我们可以做出的判断是当前已经进入了快速下降期。

图 18: 年内加工类 PPI 的变动情况



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部



总的来说，在确定了价格下降，或者说已经进入快速下降期之后，我们很自然的过渡到第二个问题上，即需求何时见底，按照我们前面所说的观点，需求应该在价格开始下降 3~4 个月之后见底，这所对应的本轮的需求低点就应该出现在 10~11 月。但需要强调的是，这是传统的盈利路径，而在遭遇到潜在增长率下滑的问题时，影响需求的不仅仅是价格，还有需求原有波动中枢的下移，通过下面一个部分的国际对比，我们就可以发现，在潜在增长率下降的背景下，价格向需求的传导的时间将会被拉长，这正是我们认为本轮盈利周期，需求见底时间会被延长的主要原因。

## 2.6: 风险点：政策的干扰

在以上的分析中，最后我们强调一下风险点，其中的一个方面就来自于政策冲击会不会干扰我们“价格—需求”的传导过程。对此，我们认为，货币政策不会产生干扰，而大幅的财政放松会破坏自然的市场经济调整。

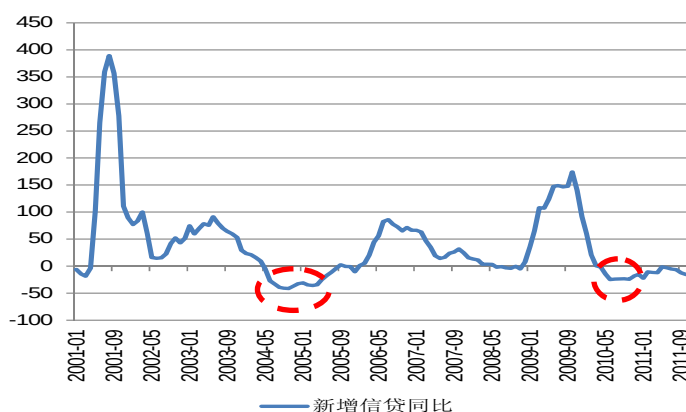
首先，从货币政策的角度来看，我们发现在 04-05 年，08 年这两轮盈利的快速下降期中，也都遇到了货币政策的底部，也就是说货币见底的信号就是出现在价格开始下降，但需求尚未回升的这个时期，这种信号可能是准备金率，可能是利率，也可能是新增信贷同比的放松，如下表。

表 4: “快速下降期”中都存在货币底部拐点

| 空白期      | 2004.9~2005.1 | 2008.8~2008.11   |
|----------|---------------|------------------|
| 存款准备金率   | 没变化           | 2008年10月下调至17%   |
|          |               | 2008年12月下调至16%   |
| 利率       | 没变化           | 2008年9月下调至7.2%   |
|          |               | 2008年10月下调至6.6%  |
|          |               | 2008年11月下调至5.58% |
|          |               |                  |
| 新增信贷同比见底 | 2004.8月       | 2008年9月见底        |

资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

图 19: 新增信贷同比

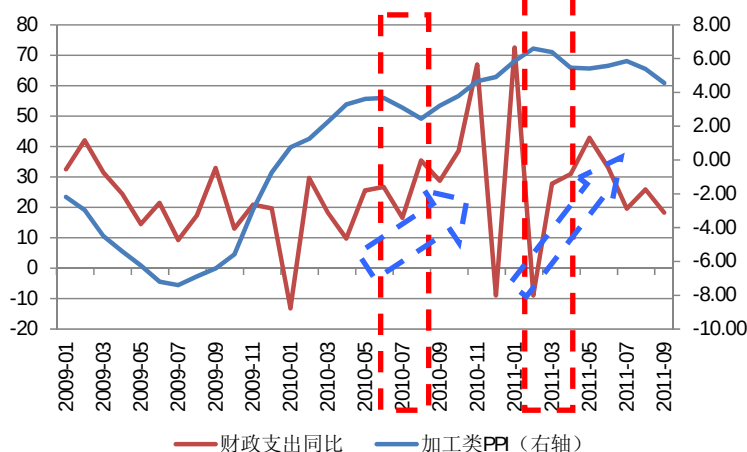


资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

所以，这证明货币的放松，或者说底部的出现，是不会影响到持续的价格下降以刺激需求的路径甚至时间长度的。

其次，财政政策则并不是这样。可以看到在本轮加工类 PPI 超过 2.5% 之后，分别在去年二季度和今年二季度出现过两次 2 个月左右的下滑，但最终还是没能转化为持续的价格下降和需求反转，在这同时我们去用财政支出同比衡量财政政策都会发现，有明显的财政扩张行为，我们认为，财政扩张是非市场化的带入了政府的新增需求，而这部分需求是否启动和价格的弹性几乎为 0，这导致了新需求重新传导到价格，使持续的价格回落夭折。

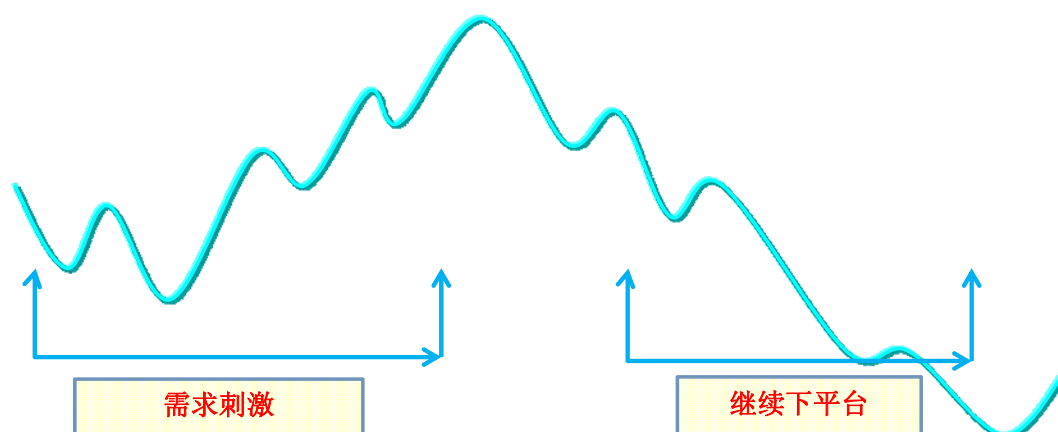
图 20：2010、2011 年中 PPI 下降趋势被财政打破与市场反弹



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

所以，综合这两个方面，对当前的判断形成干扰的政策在于财政是否会因为经济的快下而大幅放松，如果这样的话，那么必然在短时间内对价格持续下降形成干预，妨碍需求的自然见底。对市场而言，短期将会加大反弹的力度，但是中期来说是更为不利的，市场更有可能走成下面的形态。

图 21：财政大幅放松下市场走势的变化形态（风险点一）



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

### 三、潜在经济下行的周期冲击特征

中国经济经历了 30 年的高速发展，同时也积累了一些亟待解决的问题。包括对资源过于依赖、环境污染问题等。要解决这些问题，政府需要在经济增长的质量与速度间做出权衡。从拉动经济增长三大动力来看，支撑经济高速发展的动力实际上是在减弱的。第一、以房地产投资为代表的动力减弱；第二、在全球经济增速不断下调的国际背景以及国内劳动力成本增加导致的传统出口产业国际竞争力下降；第三、以及短期寄希望于消费来拉动经济增长的动力不足。综合这三点，中国未来的经济增长速度将呈回落趋势。

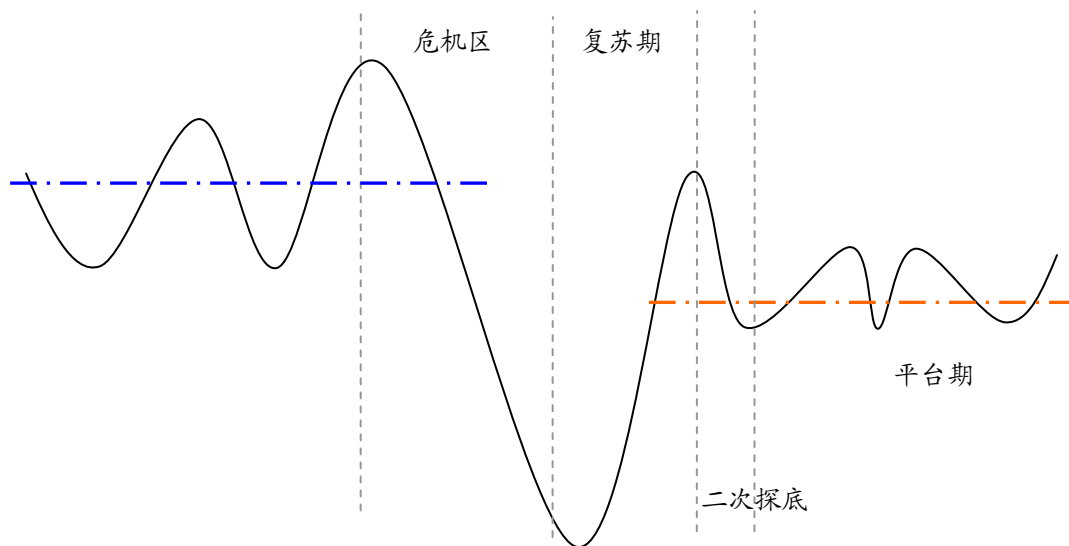
当我们回顾其它国家发展的历史时发现，各国在潜在经济增速的下行的过程中存在一些规律，与当前国内的情况有异曲同工之处。

#### 3.1: 潜在经济增速下平台的一般特征

##### 3.1.1: 一般路径的相似性

潜在增长力下降背后反映的是旧一轮经济增长核心动力的减弱。从其它国家的历史经验来看，潜在经济增长力的平台下移均发生在一个经济周期累计的问题爆发之后，一般是经历一次严重的衰退之后，从国际经验来看，或来自全球石油危机的冲击，或来自于国内产业泡沫的破灭。伴随着原有动力的减弱，经济往往表现为主动的或被动的转型。**也正是基于转型下经济结构性变化，经济增长速度不会持续下降，而是回归到新周期中围绕一个相对较低的增速水平波动。**

图 22: 潜在经济增长力下降的一般路径



资料来源：长江证券研究部

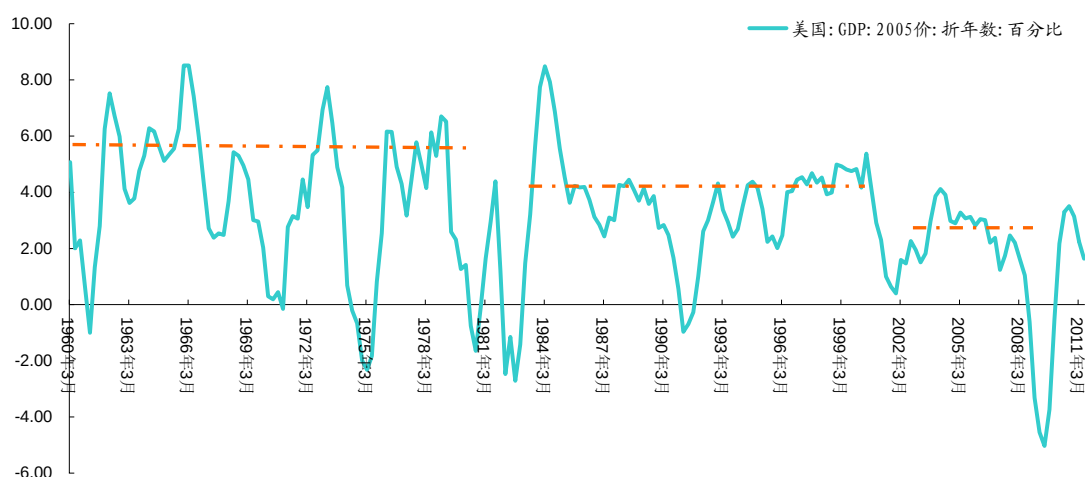
对中国而言，经历了 2008 年美国次贷危机的剧烈冲击之后，四万亿投资刺激了经济的快速复苏。当前，国内经济正在经历一般路径上的二次探底过程。在全球经济复苏进程缓慢踟蹰、国内房地产新开工快速回落的背景下，中国经济的运行路径与其它国家在潜在经济增速下平台时的状况非常类似。

### 3.1.2: 经济增速在同一平台持续的时间具有稳定性

考察美、日、德、韩四国的经济发展历史，这些国家经济增速在同一平台上运行的持续时间是相对稳定的。

美国经济增速稳定在一个平台上的持续时间为 20 年左右，二次石油危机之后，美国潜在经济增速出现了平台下移，尽管随后的科技革命使美国经济重新找回了一个新的经济增长动力，但是整体经济的增速水平仍较六、七十年代有所下移。2000 年科网泡沫之后，美国的经济增速再降了一个平台。

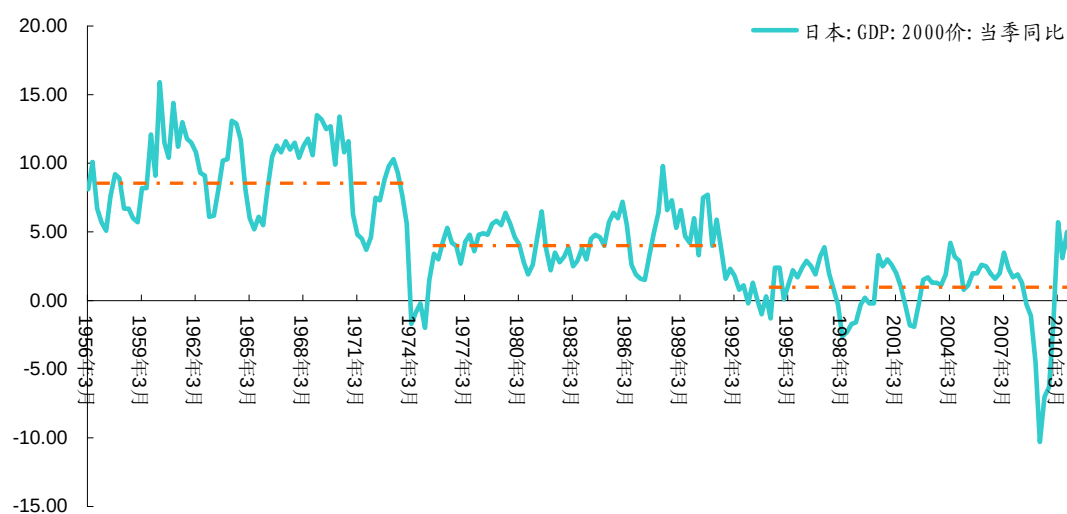
图 23: 美国历史上的二次潜在经济增长力下移



资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

从日本的 GDP 增速数据，我们可以非常直观的看出日本经历了二次非常明显的经济增速平台下移过程。受第一次石油危机冲击的影响，日本在 74 年经济增速降为负值。随后经济增速由 9% 左右降至 5% 左右的水平。90 年代初，日本房地产泡沫破灭，这次危机对日本经济的影响是非常深远的，危机之后，日本经济增速降至 1-2% 的水平。

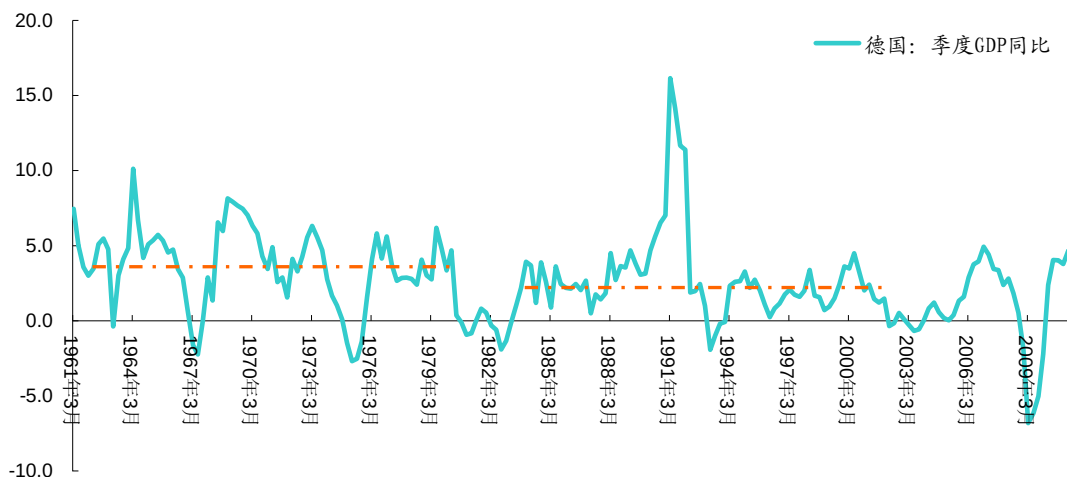
图 24: 日本历史上的二次潜在经济增长力下移



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

1980 年，联邦德国经历了战后最严重的经济危机。这次经济危机基本上仍是周期性全面生产过剩的工业危机，并同财政危机、通货膨胀和国际收支巨大逆差相交织。危机之后，德国的经济增速降至 2.5% 左右的新平台。同样，德国经济在同一平台持续的时间也在 20 年左右。

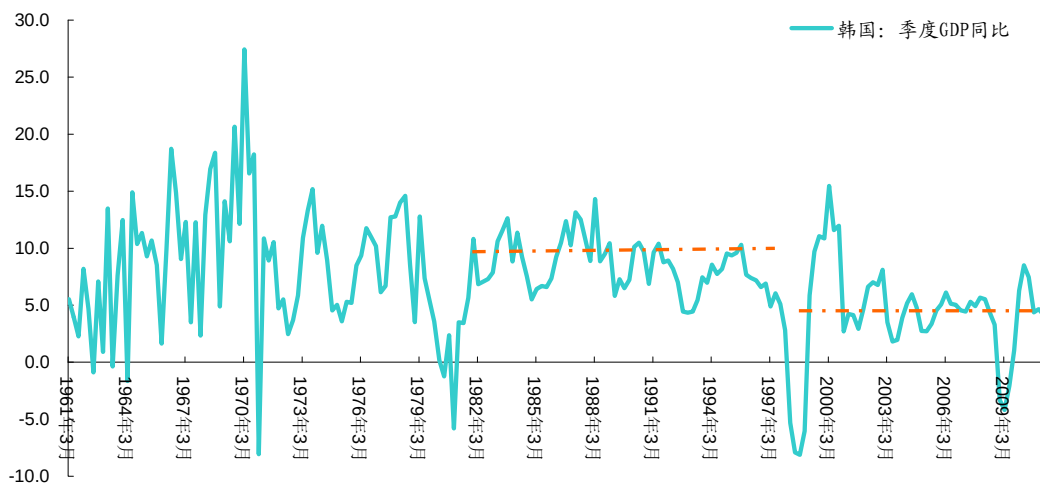
图 25：德国历史上的潜在经济增长率下移



资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

韩国在 98 年亚洲金融危机后经历了潜在经济增速下平台的过程。其在原有经济增长平台上持续了近 20 年。

图 26：韩国在亚洲金融危机后的潜在经济增长力下移



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

### 3.1.3：经济表象特征——失业率稳定、价格对经济的敏感度高

当前，经济减速下国内失业率并没有出现大幅上涨，且经济的小幅上涨均会拉动价格水平的提高。这两点从侧面验证了中国可能处在潜在经济增长速度下行阶段。

首先，从我们所得到的经济学定义上来看，技术、资本、劳动力是构成经济增长的三大基本要素。随着人口由农村转移至乡镇，以及人口进入老龄化阶段，劳动力供给减少。从这个角

度来讲,在没有技术进步的情况下,劳动力供给的减少将导致经济增速放缓。而在这一过程中,由于放缓的经济增长对劳动力的需求随之回落,我们并不会看到严重的失业。

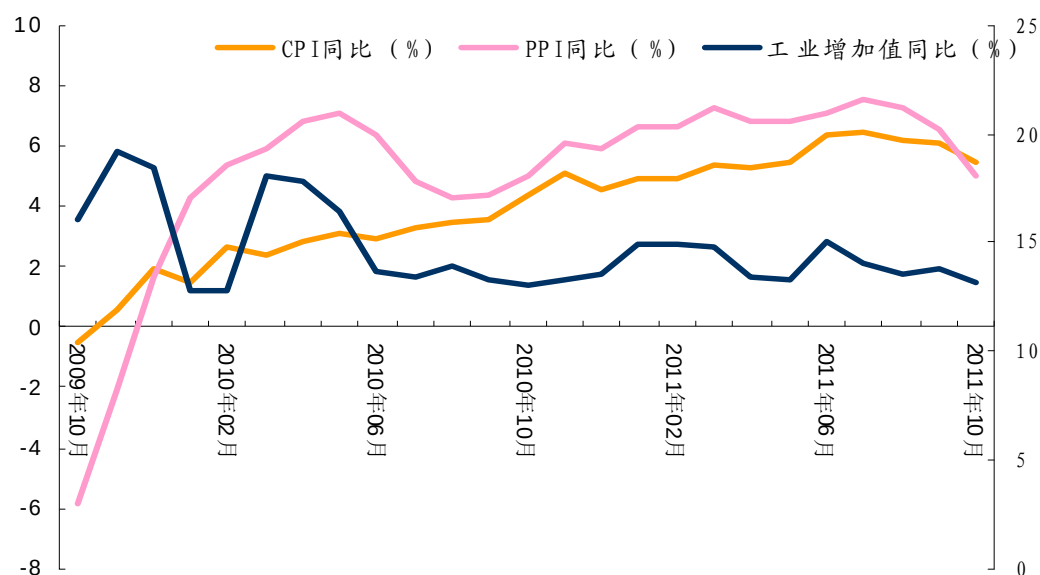
图 27: 城镇单位就业人数同比与城镇失业率



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

当潜在经济增速面临上涨的瓶颈期时,原有的经济活动已经使社会、自然资源得到了最大限度的利用。因此,当社会产出增加时,其增长一定是更多地来自于价格的增长。我们可以看出,金融危机以来,第一次产出的向上波动都伴随着价格水平的反弹。

图 28: 价格对产出波动的敏感度较高



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

### 3.2: 经济向左, 市场向右

回到对股票市场走势的探讨,市场并不会因经济回到一个较低的增长平台而一蹶不振。当我



们回头看世界上一些主要国家股票市场的历史表现时，我们会发现，当经济恢复到新一周期的增长水平后，股市也将开启一轮持续时间较长的上涨行情。我们认为这可以从两个方面来解释。第一，从经济角度来讲，危机中的经济涅槃重生本身解决了一些问题。第二、从投资者的心理角度来讲，对经济增长速度回落的“适应性预期”将不改股市的上涨趋势。

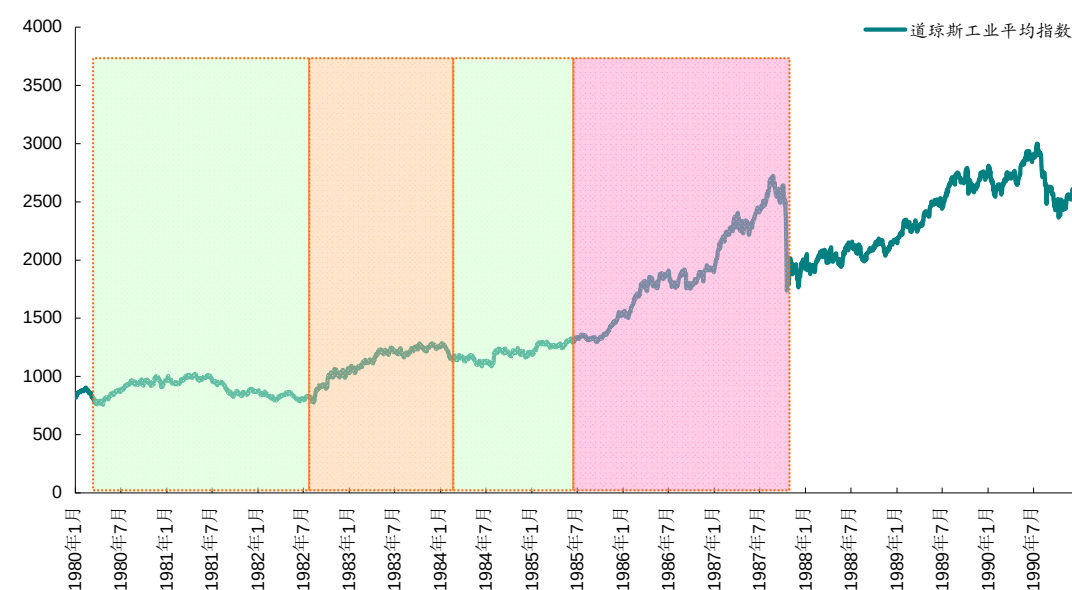
表 5: 各国股市表现总结

| 国家 | 背景      | 危机期     | 复苏期     | 二次探底    | 平台期     |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 美国 | 二次石油危机后 | 15 个月   | 16 个月   | 18 个月   | 25 个月   |
|    |         | -25.30% | 65.28%  | 15.58%  | 72.13%  |
|    | 科网泡沫    | 15 个月   | 28 个月   | 11 个月   | 34 个月   |
|    |         | -34.70% | 19.63%  | 5.24%   | 26.88%  |
| 日本 | 第一次石油危机 | 24 个月   | 14 个月   | 9 个月    | 30 个月   |
|    |         | -36.51% | 28.43%  | 11.43%  | 16.53%  |
|    | 房地产泡沫   | 35 个月   | 6 个月    | 12 个月   | —       |
|    |         | -51.16% | 21.70%  | -30.34% | 震荡      |
| 韩国 | 东南亚金融危机 | 32 个月   | 19 个月   | 7 个月    | 83 个月   |
|    |         | -79.58% | 423.83% | -37.43% | 247.83% |
| 德国 | 全球经济危机  | 25 个月   | 26 个月   | 22 个月   | 13 个月   |
|    |         | 30.01%  | 35.42%  | -11.71% | 174.65% |

资料来源：长江证券研究部

具体来看，在潜在经济增速下降的不同阶段，股市的表现有所不同。大危机期间，市场多表现为下跌；政策刺激下，股市则表现为反弹；二次探底中，股市也再次下探；在回到平台期，市场先缓慢上行，再加速开始一波上涨空间较大的行情。1985 年 6 月，GDP 增速回到新的平台之后，道琼斯工业平均指数也开始了一轮持续性的上涨。

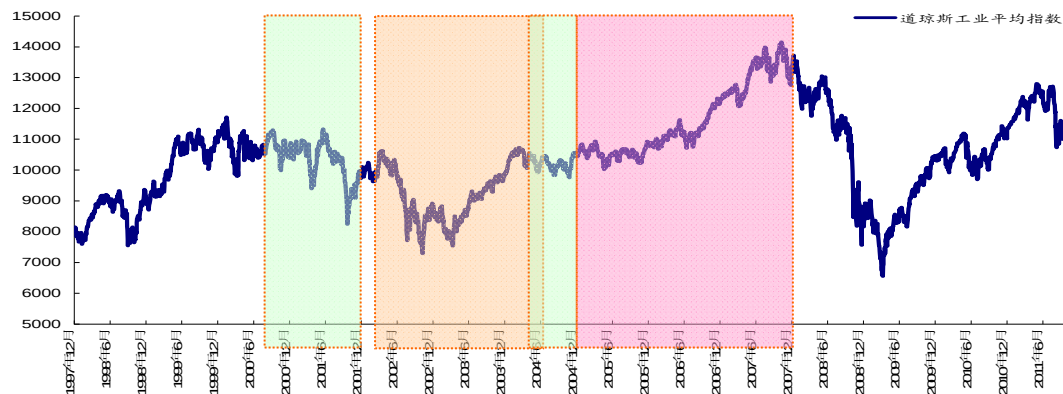
图 29: 美国石油危机后潜在经济增长力下降后的道琼斯工业平均指数的表现



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

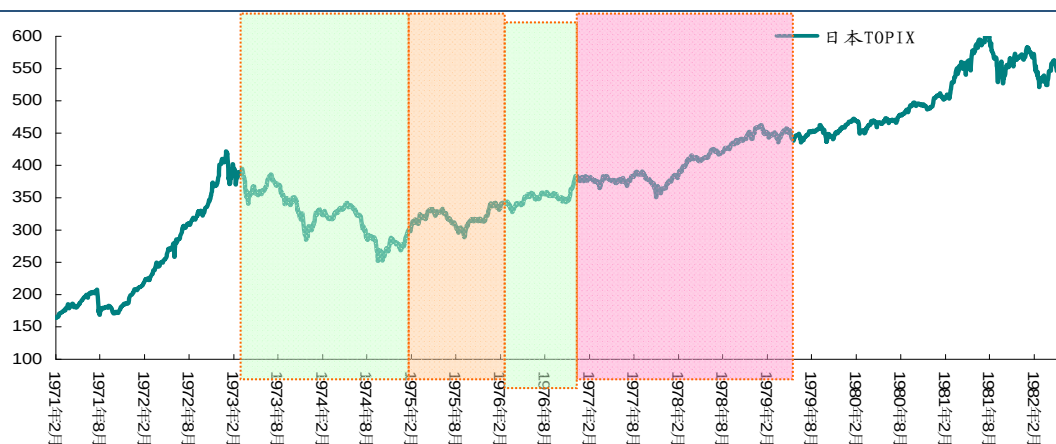
2004 年 12 月，美国 GDP 增速回到一个新的平台，当季 GDP 增速为 2.9%，道琼斯工业平均指数开启了新一轮的持续性上涨。

图 30：美国科技泡沫前后道琼斯工业平均指数的表现



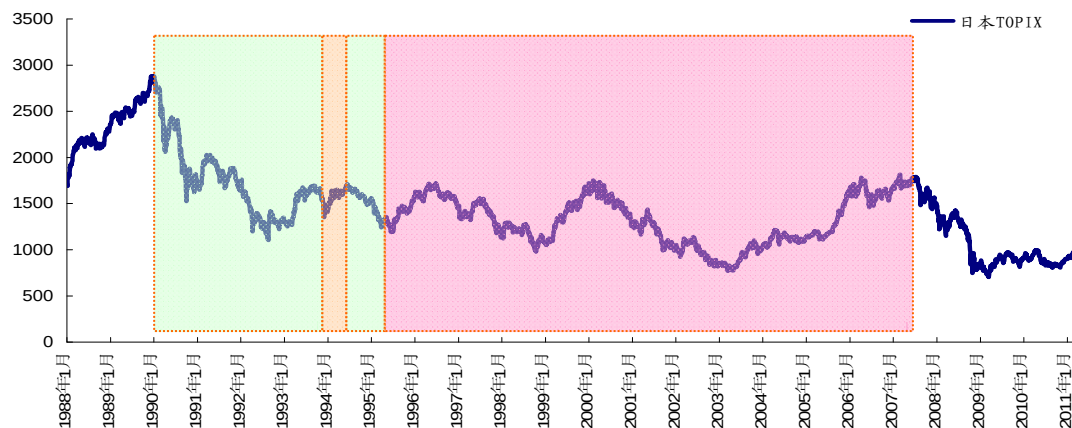
资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

图 31：日本在第一次石油危机冲击下不同阶段的股市表现



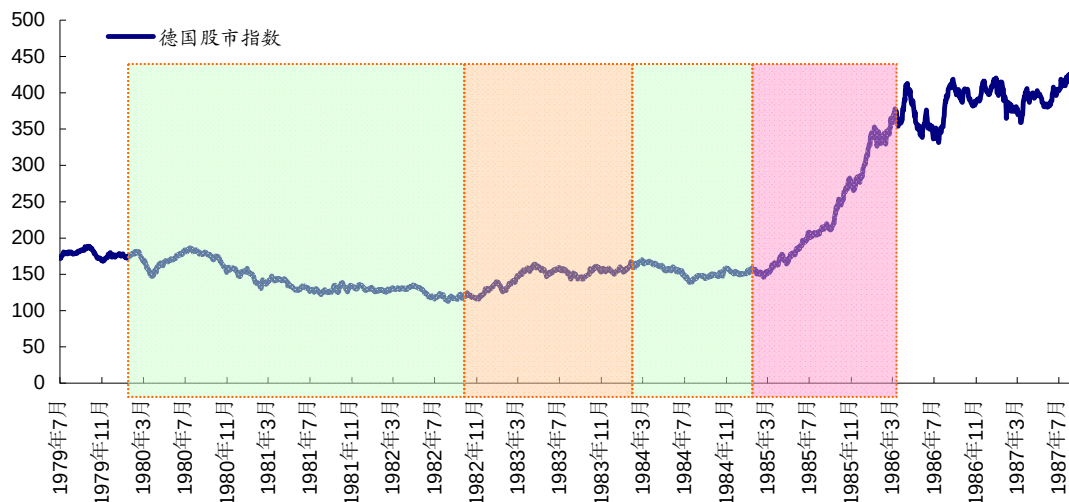
资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

图 32：日本 20 世纪第二次潜在经济增长力下降不同阶段的股市表现



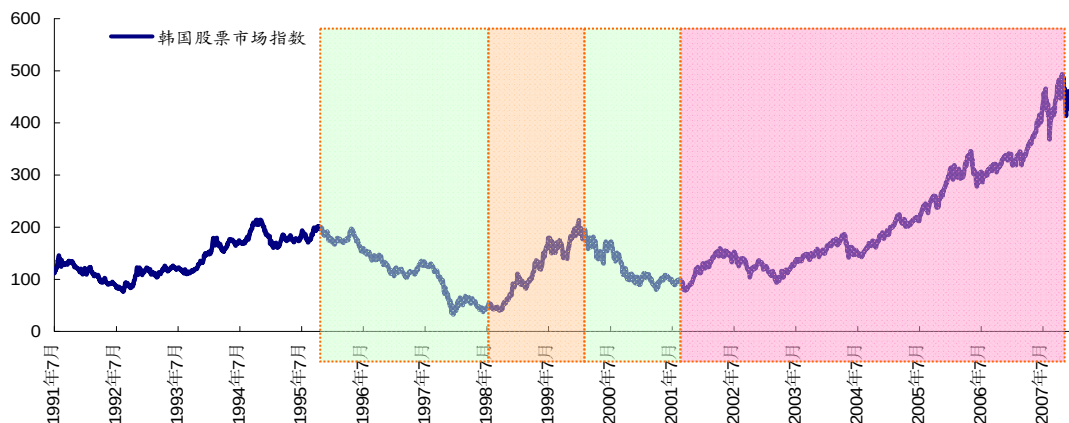
资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

图 33：德国潜在经济增长力下降不同阶段的股市表现



资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

图 34：韩国潜在经济增长力下降不同阶段的股市表现



资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

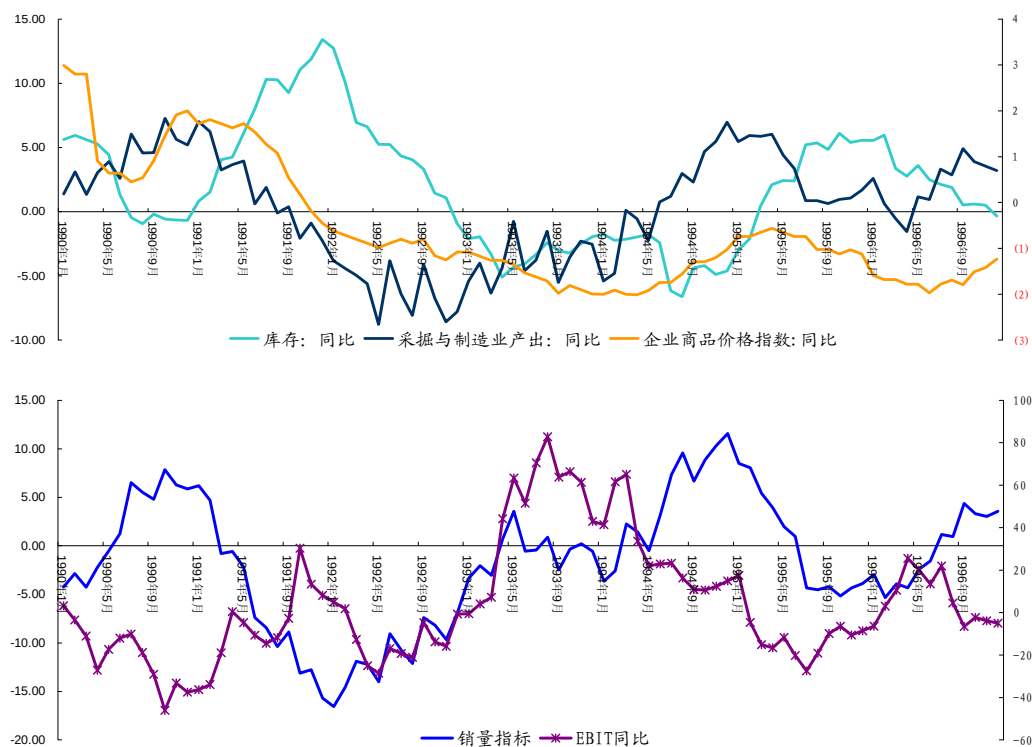
### 3.3：价格、盈利、经济与市场启动点

由前一部分我们可以得到一个核心结论，即在潜在经济增速回落后，股市并不会一蹶不振，而是酝酿了一个中期可参与的行情。当回归到短期的市场判断，我们需要对市场行情启动所需的刺激因素展开分析。

由美国、日本、韩国股市启动所需具备的刺激因素来看，美国、日本的股市在价格见顶后即找到底部；而韩国的股市启动于经济见底左右，价格见顶后的 15 个月。

从日本的案例来看，价格指数 PPI 于 95 年 4 月见顶，价格开始回落后的两个月，即 95 年 6 月股市反弹开始触底反弹；盈利见底于 95 年 7 月；需求滞后于盈利 7 个月见底，于 96 年 2 月；经济见底于 96 年 4 月。对于日本来讲，由于其经济结构中服务业所占比重较高，所以当价格回落时，其对消费的刺激足以带动整个经济体盈利的复苏，尽管这一过程中，我们所跟踪的工业企业产出指数同比仍是继续回落的。由此可见，对于日本来讲，价格回落可以理解为股市启动的关键信号。

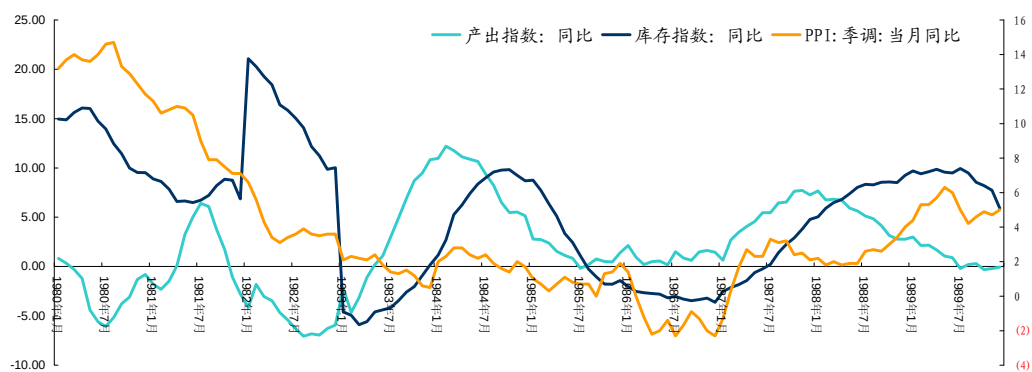
图 35: 日本房地产泡沫破灭后的核心经济指标变化

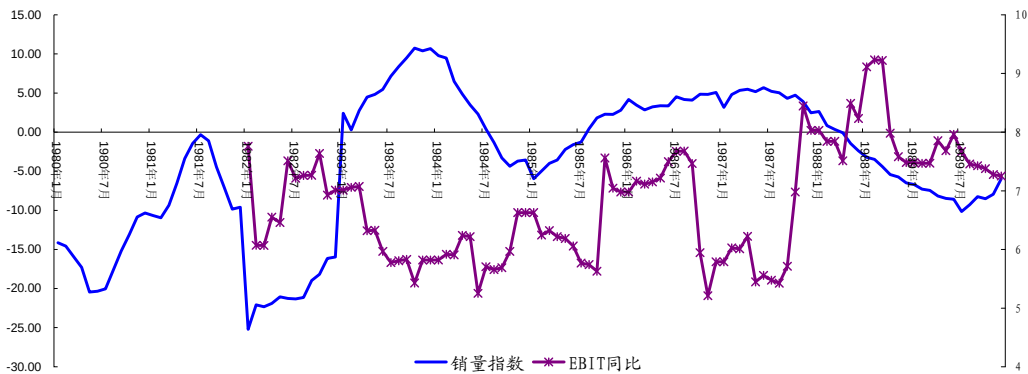


资料来源: DATASTREAM, CEIC, 长江证券研究部

从美国的案例来看, 价格指数 PPI 于 84 年 4 月见顶, 价格开始回落后的两个月, 即 84 年 6 月盈利见底, 随后股市于 84 年 7 月触地回升; 需求滞后于盈利 6 个月见底, 于 85 年 1 月; 经济见底于 85 年 7 月。美国的情况与日本非常相似, 由于其经济结构中服务业所占比重较高, 所以当价格回落时, 其对消费的刺激足以带动整个经济体盈利的复苏, 尽管这一过程中, 我们所跟踪的工业企业产出指数同比仍是继续回落的。值得关注的是, 在经济于 85 年 7 月见底之后, 股市的上行开始加速。由此可见, 对于美国来讲, 价格见顶回落是股市启动的积极信号, 但价格回落与经济见底之间, 市场的上涨是较为缓慢的。经济底能为股市上涨提供更强的动力。

图 36: 美国二次石油危机后的核心经济指标变化

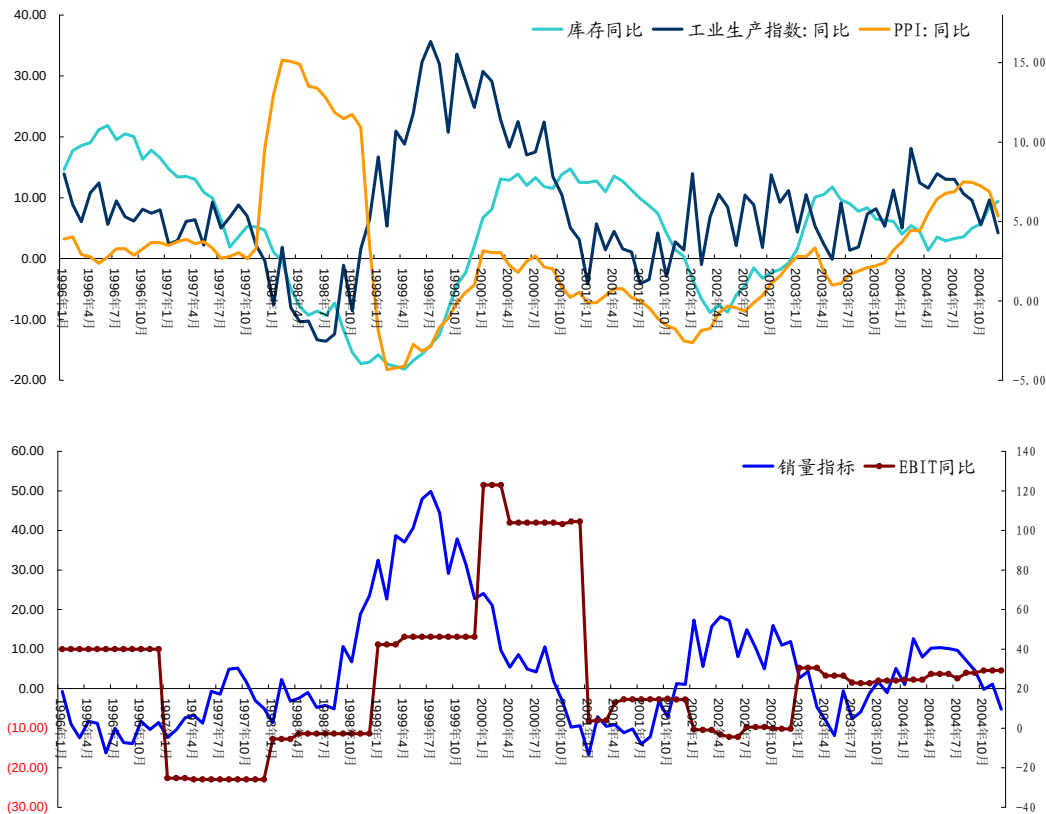




资料来源: DATASTREAM, CEIC, 长江证券研究部

韩国的情况与日本、美国有一定的差异。98 年亚洲金融危机之后的经济二次探底回升中，PPI 于 2000 年 2 月见顶，但是价格见顶回落之后，盈利与股市并没有如日本及美国一样快速见底。在价格见顶后的 15 个月，需求才开始复苏，同时经济见底。股市在经济见底后 2 个月，于 2001 年 9 月开始触地回升，盈利滞后于经济见底 8 个月见底。

图 37: 韩国东南亚金融危机后的核心经济指标变化



资料来源: DATASTREAM, CEIC, 长江证券研究部

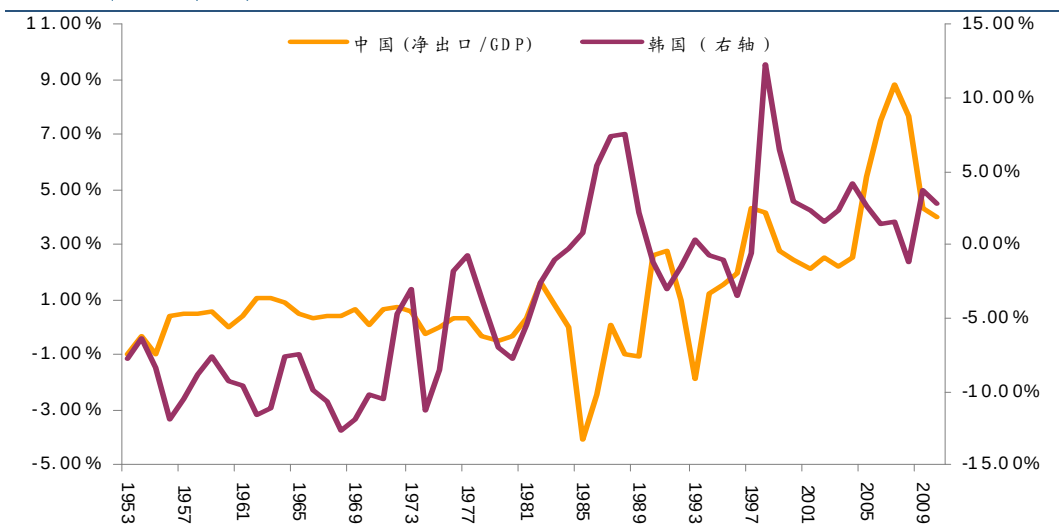
### 3.4: 国内 A 股将沿何种路径运行?

在潜在经济增速平台下移的宏观经济背景之下，我们沿着国际比较的思路探讨股市将于何时启动。我们认为从国内经济与国际经济环境来看，中国当前的经济形势与韩国在 98 年金融

危机后的经济二次探底更为类似。所以，我们更倾向于认为当前的价格回落对需求的刺激将会延后，股市将与经济的底在时间上更为接近。

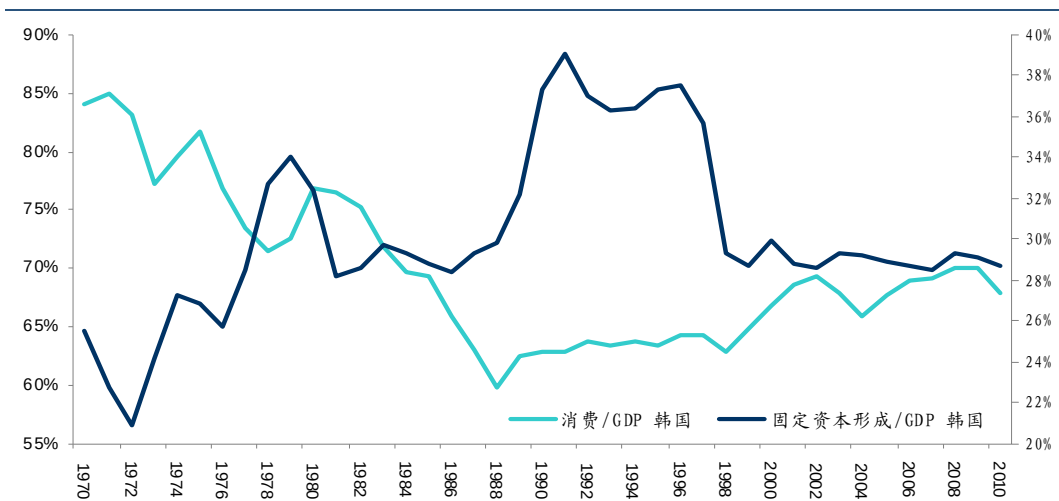
我们之所以认为中国本轮的经济与股市调整与韩国更为相似主要有以下几点理由。第一、中国与韩国在危机发生前均为贸易比较开放的国家。并且在危机中，出口均受到了较为严重的打击。第二、从国内经济增长的拉动力来看，90年代末，消费对占GDP的比重比较低的，并且韩国在90年代后期经历了去地产化的过程，以房地产为主导的固定资产投资占GDP的比重大幅下降。

图 38：中国、韩国净出口占 GDP 比重



资料来源：CEIC，长江证券研究部

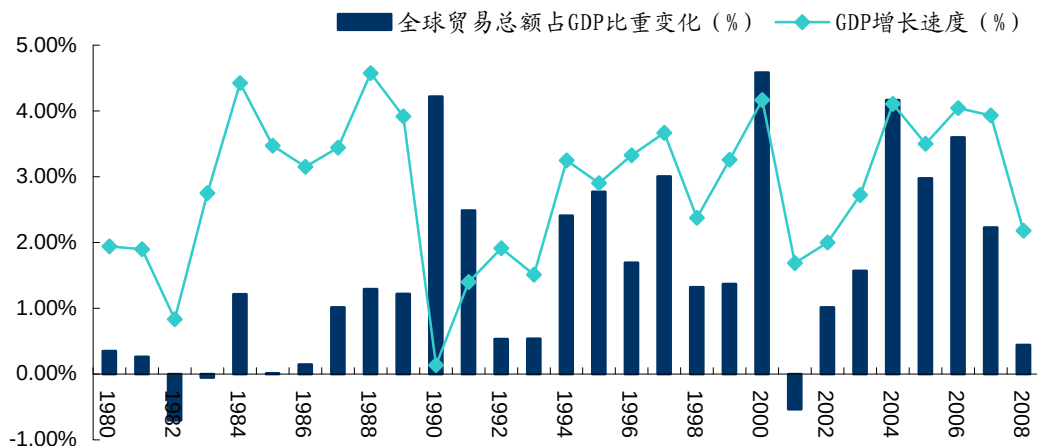
图 39：韩国固定资本形成与消费占 GDP 比重



资料来源：CEIC，长江证券研究部

第三、当前中国面临的是一次全球性经济危机后的二次衰退，这与日本在90年代经历的房地产泡沫破灭有较大差别。二次石油危机以及东南亚金融危机均对全球贸易开放程度造成了负面的影响，并且全球经济增速也有较大回落。并且韩国在亚洲金融危机后的恢复期，恰逢美国科网泡沫，其对全球科技产业以及市场情绪也产生了一定的影响。这与当前全球金融市场在遭受08年的危机后，在持续释放风险的欧债中萎靡有一定的相似性。



**图 40：全球经济增长与贸易程度变化**


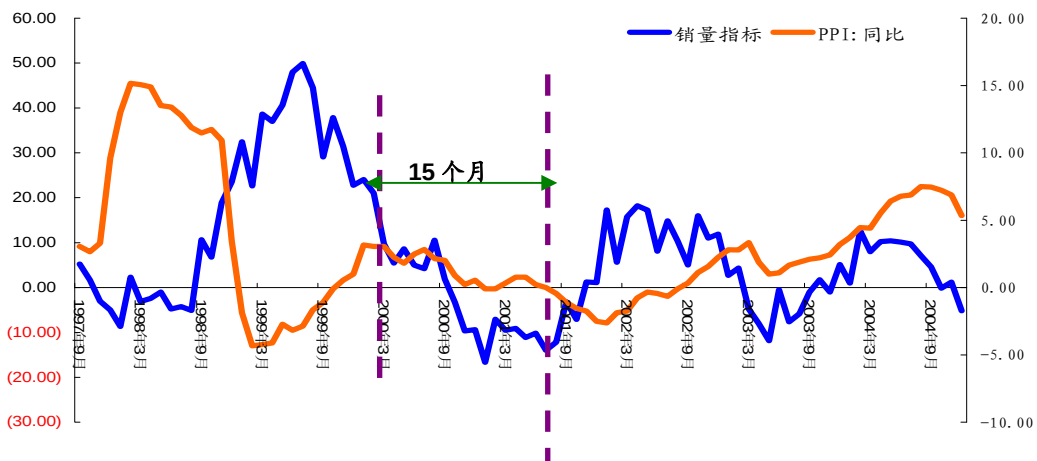
资料来源：WORLD BANK DATABASE，长江证券研究部

第四、从一国经济运行的规律来看，在没有潜在经济增速下平台的情况下，从价格回落到需求启动的时间周期上，韩国与中国更为相近。此外，从国内本轮经济的调整情况来看，库存自年初以来一直处在高位，在价格 7 月现拐点后，需求至今尚未回升。当时，韩国在价格回落没能刺激需求，需求持续下行 15 个月，为 2.5 个正常需求调整周期。潜在经济增速平台下移可能会导致国内本轮经济调整下的需求启动延后，需求启动可能在价格回落后的 8、9 个月出现，即明年二季度初。

**表 6：PPI 回落到需求回升的时间间隔**

| 国别 | 潜在经济增长力平台下移的周期 | 前后各两、三个经济周期的平均 |
|----|----------------|----------------|
| 日本 | 10 个月          | 9 个月           |
| 美国 | 9 个月           | 7 个月           |
| 韩国 | 15 个月          | 6 个月           |

资料来源：长江证券研究部

**图 41：韩国潜在经济增速下平台阶段需求启动被延后**


资料来源：CEIC，长江证券研究部

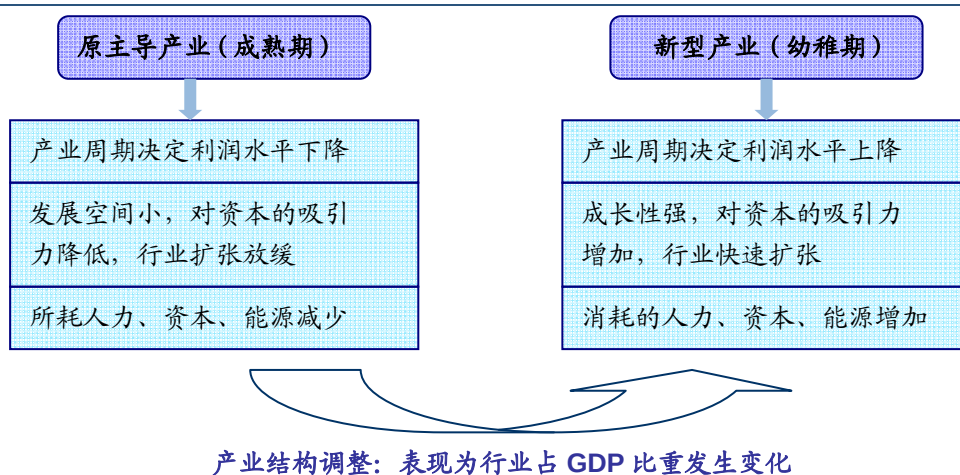


## 四、新平台下的行业选择

### 4.1: 潜在经济增速下移诱发产业结构调整

潜在经济增长力降至新平台的过程伴随着一国产业结构的内部调整。每一个产业都有其自身的生命周期，包括幼稚期、成长期、成熟期、衰退期。在一国的经济中，一些产业经历前三个阶段的发展可能成为支柱产业。但是，当这些支柱产业开始走向衰退时，其对经济的拉动力减弱，而由于这些行业在成熟期时对处在幼稚、成长期的其它行业可利用资源有一定的挤占，导致这些行业的增长不足以抵消支柱产业的下降，进而导致潜在经济增长力的下降。政府往往会在产业调整过程中对具有成长潜力的产业给予政策支持。可见，潜在经济增长力降至一个新平台的过程也是经济结构发生演变的过程。

图 42: 潜在经济增速下平台后产业结构调整的逻辑



资料来源：长江证券研究部

### 4.2: 产业结构变化的国际经验

#### 4.2.1 美国（1982-1989）——结构转型下服务业快速发展

美国在 1980 年以前，政府凯恩斯需求管理政策导致整个 70 年代处在长期的滞胀中。同时，外围的二次石油危机也加剧了经济的波动。进入 80 年代以后，里根政府开始着手向供给管理政策转向，实行了“经济复兴计划”。

- （一） **大幅度减少税收。** 计划规定 3 年全盘减税 25%，即 1981 年 10 月 1 日减税 5%，以后分别在 1982、1983 年 7 月 1 日减税 10%。最低、最高税率由 14-70% 降低到 10-50%，从而消除对资本收入课税 70% 而对劳动收入课税 50% 的差别。按 3、5、10 年规定企业加速折旧，给企业以巨额减税优惠。此外对红利税和遗产税也进行削减。
- （二） **削减联邦政府开支。** 从 1981 财政年度开始，削减政府支出在国民生产总值中所占的比重，即由 1981 年的 23.4% 降低到 1984 年的 19.3%，1982 年削减政府支出 414 亿美元，至 1985 年共削减政府支出 1893 亿美元。但军事费用要不断增加，据美国国防部估计，按年实际增长 7% 推算，1982 至 1987 年间，国防支出高达 15600 亿美元。
- （三） **控制货币供应量的增长速度。** 使之与商品和劳务的增长速度相适应。逐步降低货币增长率的目标：1980 年 4 至 6.5%，1981 年 3.5 至 6%，1982 年 2.5% 至 5%。

#### （四）解除国家对经济的管制。

在调整财政与货币政策的同时，美国的潜在经济增长力回归到了一个新的较低的平台。这里，我们将分析一下在此过程中，美国的经济增长动力是如何变化的？从而挖掘那些在经济增长力下行平台后可以稳定或以更快的速度增长的行业。

行业增加值占 GDP 比重的变化可以从侧面反映不同行业对 GDP 的相对贡献率。如果该行业的增长高于平均水平，则其占 GDP 的比重将表现为提高；反之亦然。

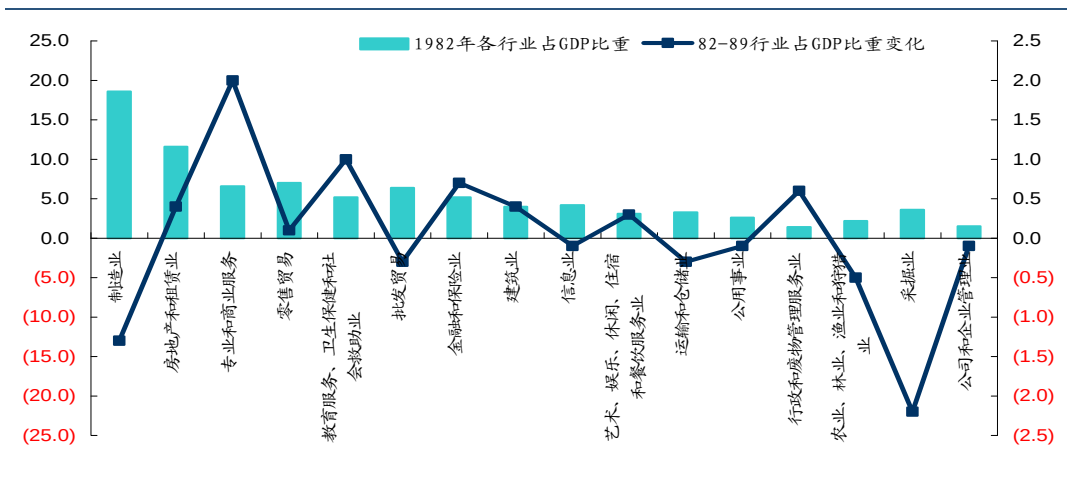
从美国 80 年代潜在经济增长力下降前后各行业增加值占 GDP 比重的变化情况可以得到以下两点主要结论：

- 1) 这次潜在经济增长力下降之后，美国的经济结构并没有出现质的演变，主导产业中，除制造业占 GDP 比重有所回落以外，前五大产业中的其它四个产业所占 GDP 比重在 1982-1989 年期间是增加的。而增加值占 GDP 比重最小的 6 个行业中，仅有行政和废物管理行业增加值占 GDP 的比重是上升。可见，潜在经济增长力回到新平台的过程中，支柱行业的增速仍然较高。
- 2) 从不同阶段各行业的表现来看，对于大危机阶段增加值占 GDP 比重下降的行业，当潜在经济增长力回到一个新的平台之后，这些行业增加值占 GDP 的比重是继续回落的；而专业和商业服务、教育服务卫生保健和社会救助业、行政和废物管理服务业、艺术娱乐休闲住宿和餐饮服务业的增加值占 GDP 比重继续增加。潜在经济增长力下降过程中的产业结构变化将在潜在经济增长力降至新的平台后延续，是长期趋势。

除此之外，我们还可以得到三点结论：

- 1) 政府部门主导的增加值仅在大危机时期是上升的，而随后逐步回落；而民营工业增加值的变化情况与之互补。
- 2) 从区分传统产业与服务业的角度来看，潜在经济增长力下降前后，美国的经济结构中，制造业、采掘业、运输和仓储业、农林牧渔、批发贸易行业的比重明显下降，**经济增长动力向服务业转移。**
- 3) 在制造业的子行业中，计算机和电子产品、汽车整车、车身、车斗及零部件行业占 GDP 比重是增加的。这两个行业及其上游行业在资本市场上有较好的表现。

**图 43：美国 80 年代主导行业占 GDP 比重继续增加**



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

表 7: 美国 80 年代各行业增加值占 GDP 比重变化 (1982-1989 年) 单位: %

| 行业指标              | 大危机   | 复苏    | 二次探底  | 潜在经济增长力下降后的平台期 | 累计变化  |
|-------------------|-------|-------|-------|----------------|-------|
| 制造业               | -1.20 | 0.00  | -0.80 | -0.10          | -2.10 |
| 采掘业               | -0.30 | -0.70 | -0.40 | -0.20          | -1.60 |
| 建筑业               | -0.30 | -0.10 | 0.30  | 0.00           | -0.10 |
| 运输和仓储业            | -0.20 | 0.00  | 0.00  | -0.30          | -0.50 |
| 农业、林业、渔业和狩猎业      | -0.20 | -0.60 | 0.20  | 0.00           | -0.60 |
| 批发贸易              | -0.20 | -0.10 | 0.10  | -0.20          | -0.40 |
| 零售贸易              | 0.00  | 0.20  | 0.10  | -0.30          | 0.00  |
| 行政和废物管理服务业        | 0.00  | 0.10  | 0.10  | 0.30           | 0.50  |
| 艺术、娱乐、休闲、住宿和餐饮服务业 | 0.10  | 0.10  | -0.10 | 0.20           | 0.30  |
| 公司和企业管理业          | 0.10  | 0.00  | 0.10  | -0.30          | -0.10 |
| 信息业               | 0.20  | 0.10  | -0.10 | -0.10          | 0.10  |
| 金融和保险业            | 0.20  | 0.30  | 0.00  | 0.00           | 0.50  |
| 教育服务、卫生保健和社会救助业   | 0.30  | 0.20  | -0.10 | 0.70           | 1.10  |
| 公用事业              | 0.30  | 0.10  | 0.00  | -0.10          | 0.30  |
| 专业和商业服务           | 0.30  | 0.30  | 0.60  | 0.70           | 1.90  |
| 房地产和租赁业           | 0.50  | 0.20  | 0.20  | -0.10          | 0.80  |
| 民营工业              | -0.60 | 0.30  | 0.10  | 0.20           | 0.00  |
| 政府                | 0.60  | -0.30 | -0.10 | -0.20          | 0.00  |
| 私人物品生产行业          | -1.90 | -1.40 | -0.80 | -0.30          | -4.40 |
| 私人服务生产行业          | 1.30  | 1.70  | 0.80  | 0.50           | 4.30  |
| 信息通信技术生产行业        | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 3.40           | 3.40  |

资料来源: 长江证券研究所

#### 4.2.2 超越性行业的股市表现

计算机和电子产品的发展离不开美国对技术产业的支持政策。20 世纪 80 年代初到 90 年代末, 美国制定了 20 多项促进联邦实验室和大学公共技术向企业转移的法案, 组织实施了一系列产业技术发展计划, 逐步形成了比较系统的产业技术政策。美国还在 1986 年成立了竞争力委员会, 为制定产业技术政策提供政策咨询。美国产业技术政策的重点在于其对信息产业、生物产业、纳米新材料等许多产业发展的支撑作用。



#### 4.1.2 美国（2001-2006）——科网泡沫后重回传统产业

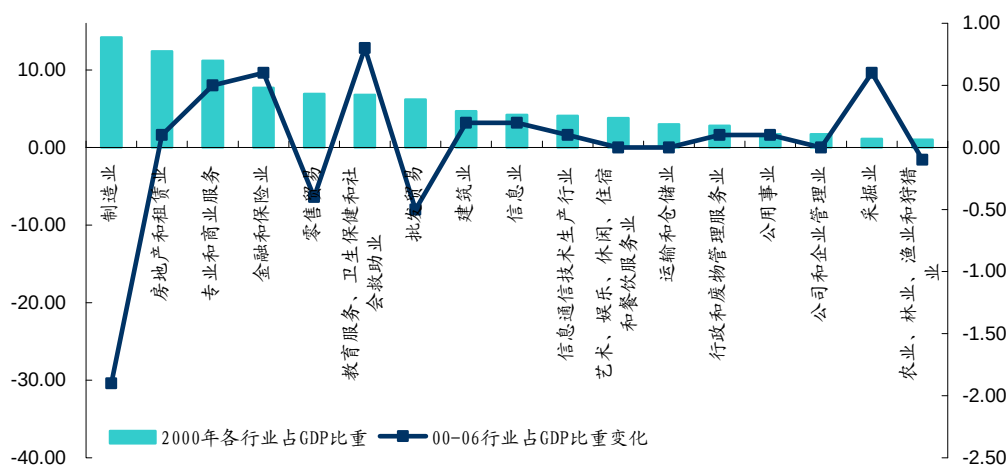
20 世纪初美国的这次经济危机的主要原因在于消费与投资需求由盛转衰。此前，美国经济增长的主要拉动力来自于消费需求以及固定资产投资需求的快速增长。由于在产能不断扩张的情况下，需求（尤其是对高科技产品的需求）并没有跟上供给增涨的步伐，导致企业库存增长，消费与投资在 2000 年第四季度快速下降，消费增速由一季度的 7.4% 降至 1.3%，投资增速由一季度的 21% 快速下降至 -1.4%。资本市场上科技股的泡沫破裂加剧了居民对未来财富缩水的预期，进一步抑制消费。

回顾科技泡沫破灭前后美国产业结构的变化，核心结论与上面分析美国 80 年代得到的情况基本一致。与 80 年代潜在经济增长力重心下移后相同，在危机阶段行业增加值占 GDP 比重的变化情况，与经济增长进入平台期后又后各行业增加值占 GDP 比重的变化一致性较高。

具体的行业变化情况如下：

- 1) 除信息业、制造业、批发贸易、零售贸易、农林牧渔行业占 GDP 的比重大幅下降之外，其它行业增加值占 GDP 的比重均出现上升；教育服务、卫生保健和社会救助业、金融和保险业、专业和商业服务、采掘业、建筑业增加值占 GDP 的比重上升较多。其中，制造业与农林牧渔 GDP 比重的回落受经济结构转变的长期趋势影响。而信息业占 GDP 比重的回落是对于前期过度投资以及对行业增长的认识回归理性后的表现，批发贸易与零售贸易在消费需求受抑制的影响下在国民经济中的地位有所下降。
- 2) 从制造业子行业来看，增加值占 GDP 比重增加的包括计算机和电子产品、石油和煤炭产品、化学用品行业。而进入潜在经济增长的新平台时期后，对传统实体经济行业的关注下相关行业占 GDP 的比重有所提升。

图 47：美国 20 世纪初制造业、批发零售贸易在 GDP 中占比萎缩



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

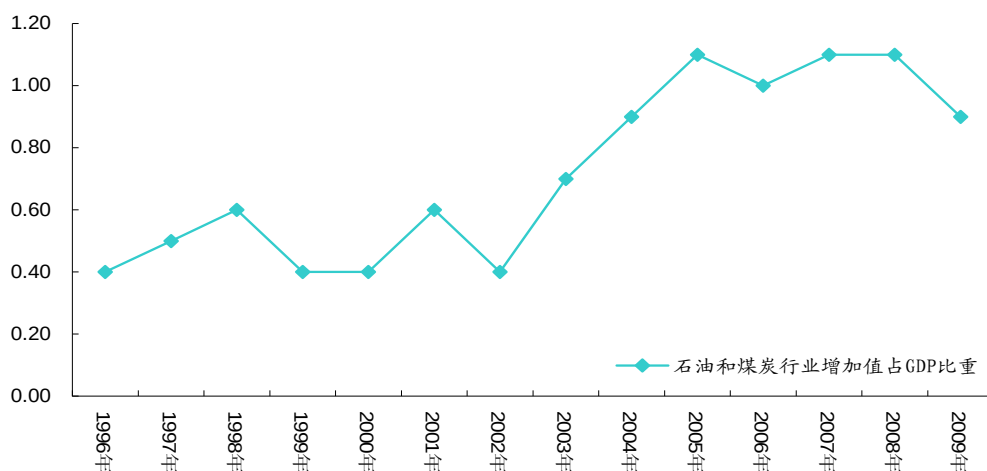
表 8：美国 20 世纪初各行业增加值占 GDP 比重变化（2001-2006 年） 单位：%

| 指标名称 | 大危机   | 复苏    | 二次探底 | 平台期   | 累计变化  |
|------|-------|-------|------|-------|-------|
| 制造业  | -1.10 | -0.80 | 0.20 | -0.20 | -1.90 |
| 批发贸易 | -0.20 | -0.30 | 0.10 | -0.10 | -0.50 |

|                   |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 零售贸易              | -0.10 | 0.10  | -0.20 | -0.20 | -0.40 |
| 运输和仓储业            | -0.10 | 0.00  | 0.00  | 0.10  | 0.00  |
| 农业、林业、渔业和狩猎业      | 0.00  | 0.00  | 0.20  | -0.30 | -0.10 |
| 公司和企业管理业          | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 艺术、娱乐、休闲、住宿和餐饮服务业 | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 公用事业              | 0.00  | 0.00  | 0.10  | 0.00  | 0.10  |
| 建筑业               | 0.10  | -0.20 | 0.10  | 0.20  | 0.20  |
| 采掘业               | 0.10  | 0.00  | 0.10  | 0.40  | 0.60  |
| 行政和废物管理服务业        | 0.10  | 0.00  | -0.10 | 0.10  | 0.10  |
| 信息业               | 0.20  | 0.20  | 0.20  | -0.40 | 0.20  |
| 专业和商业服务           | 0.20  | -0.10 | 0.00  | 0.40  | 0.50  |
| 教育服务、卫生保健和社会救助业   | 0.30  | 0.50  | 0.00  | 0.00  | 0.80  |
| 房地产和租赁业           | 0.40  | -0.10 | -0.20 | 0.00  | 0.10  |
| 金融和保险业            | 0.50  | -0.10 | -0.30 | 0.50  | 0.60  |
|                   |       |       |       |       |       |
| 政府                | 0.20  | 0.50  | -0.20 | -0.30 | 0.20  |
| 私人物品生产行业          | -1.00 | -0.80 | 0.50  | 0.10  | -1.20 |
| 私人服务生产行业          | 0.80  | 0.30  | -0.30 | 0.10  | 0.90  |
| 信息通信技术生产行业        | -0.40 | 0.20  | 0.30  | 0.00  | 0.10  |

资料来源：长江证券研究所

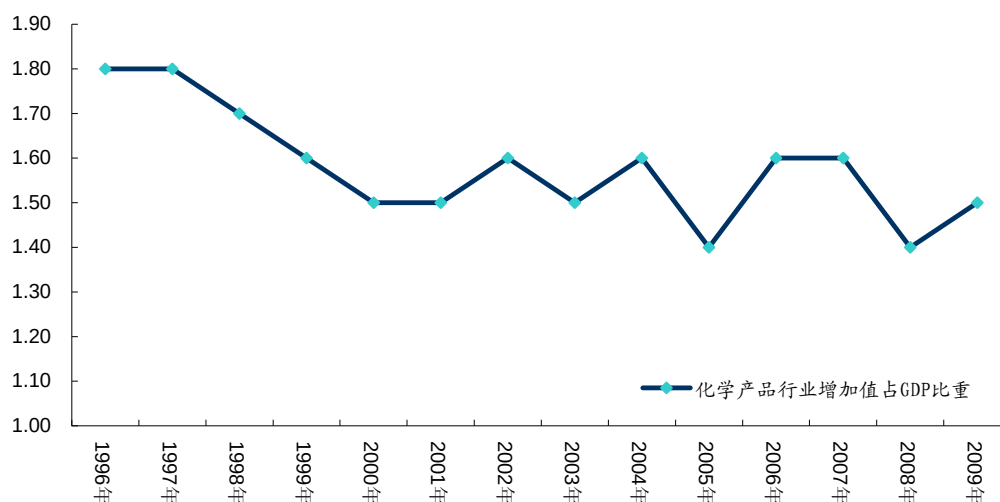
图 48：石油和煤炭行业增加值占 GDP 比重（%）



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部



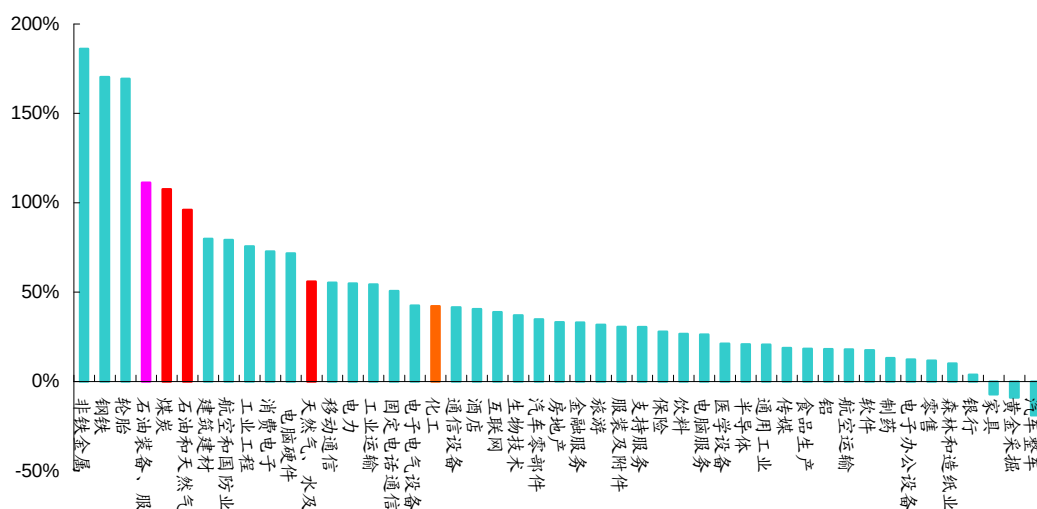
图 49: 化学产品行业增加值占 GDP 比重 (%)



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

在潜在经济增速降至新平台的阶段, 石油和煤炭产品、化学用品相关板块的表现居前。

图 50: 潜在经济增速降至新平台阶段的行业表现 (2004.11—2007.07)



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

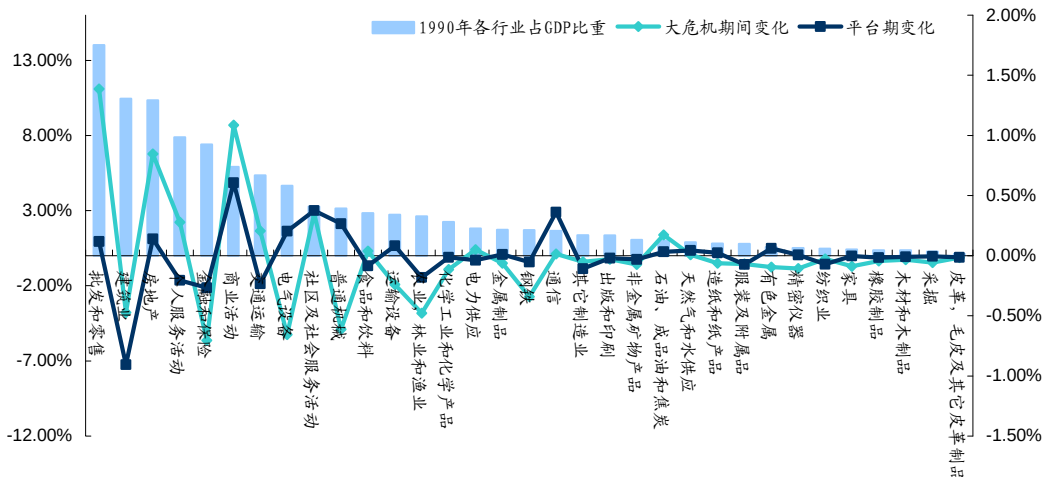
### 4.1.3 日本 (1990-1996) 房地产泡沫破灭后机械设备

#### 日本经济结构变化

- 1) 潜在经济增长力下降到一个新的平台之后, 主导行业并没有发生变化。但是, 也存在一些结构性变化。占 GDP 比重前十大行业中, 占比高的行业其比重有所下降, 而占比稍靠后的行业占 GDP 比重增加。这表明, 经济增长的拉动力发生了转移。商业活动、社区及社会服务活动、通信、普通机械与电气设备占 GDP 的比重增加较多。
- 2) 从不同阶段各行业的表现来看, 对于大危机阶段增加值占 GDP 比重下降的行业, 当潜

在经济增长力回到一个新的平台之后，这些行业增加值占 GDP 的比重是继续回落的；潜在经济增长力下降过程中的产业结构变化将在潜在经济增长力降至新的平台后延续，是长期趋势。

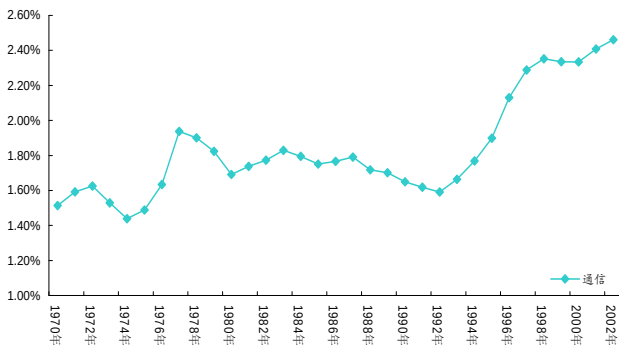
图 51：日本 90 年代主导行业占 GDP 比重继续增加



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

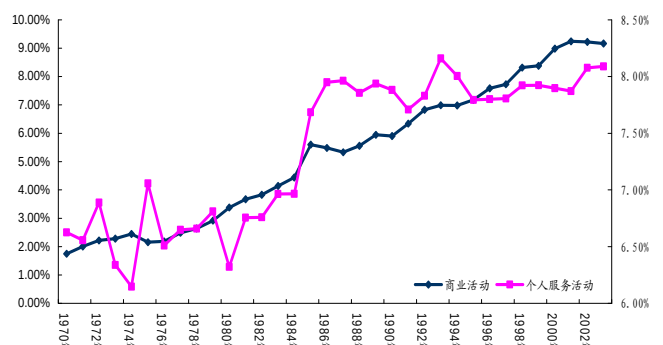
通信行业能够取得较快的发展，离不开信息化发展背景下政府的大力投资，其中包括对硬件的投资。同时，在经济结构转型的过程中，商业活动快速增长。商业活动与当前国内所讲的生产性服务业所包涵的范畴类似。

图 52：通信行业增加值占 GDP 比重变化



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

图 53：商业活动增加值占 GDP 比重变化



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

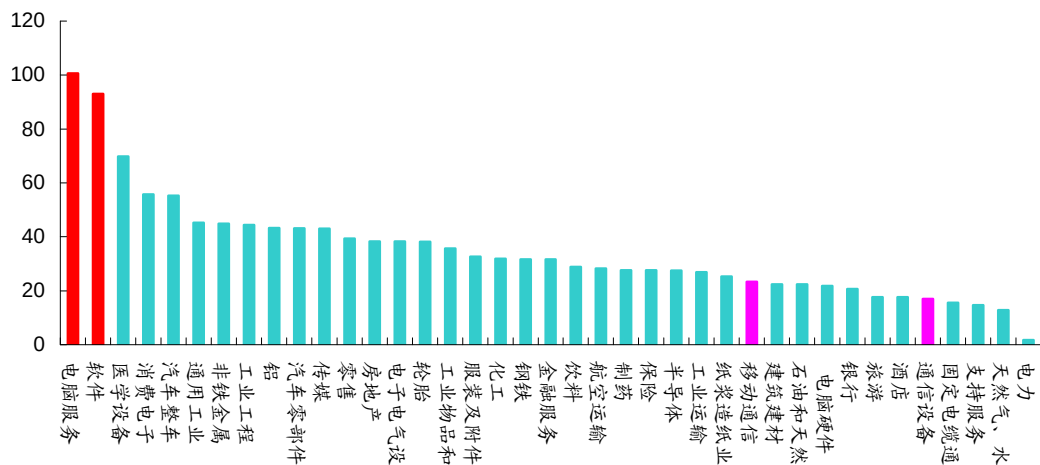
表 9：日本 90 年代各行业增加值占 GDP 比重变化（2001-2006 年） 单位：%

|        | 大危机   | 复苏与二次探底 | 平台期   | 累计变化  |
|--------|-------|---------|-------|-------|
| 建筑业    | -0.47 | -0.35   | -0.91 | -1.73 |
| 金融和保险  | -0.7  | 0.21    | -0.27 | -0.76 |
| 交通运输   | 0.21  | 0.05    | -0.23 | 0.02  |
| 个人服务活动 | 0.28  | -0.16   | -0.20 | -0.08 |

|              |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 农业，林业和渔业     | -0.48 | 0.09  | -0.18 | -0.57 |
| 其它制造业        | -0.05 | -0.04 | -0.11 | -0.20 |
| 食品和饮料        | 0.04  | -0.04 | -0.08 | -0.08 |
| 服装及附属品       | -0.07 | -0.09 | -0.07 | -0.23 |
| 纺织业          | -0.03 | -0.06 | -0.07 | -0.16 |
| 钢铁           | -0.34 | -0.08 | -0.05 | -0.47 |
| 电力供应         | 0.05  | 0.09  | -0.04 | 0.10  |
| 非金属矿物产品      | -0.07 | 0.00  | -0.03 | -0.10 |
| 出版和印刷        | -0.03 | 0.01  | -0.02 | -0.03 |
| 橡胶制品         | -0.04 | -0.02 | -0.02 | -0.08 |
| 皮革，毛皮及其它皮革制品 | -0.02 | -0.01 | -0.01 | -0.04 |
| 化学工业和化学产品    | -0.12 | -0.06 | -0.01 | -0.19 |
| 木材和木制品       | -0.03 | -0.02 | -0.01 | -0.06 |
| 采掘           | -0.06 | -0.02 | -0.01 | -0.09 |
| 家具           | -0.09 | -0.02 | 0.00  | -0.12 |
| 精密仪器         | -0.11 | -0.04 | 0.01  | -0.14 |
| 金属制品         | -0.06 | -0.19 | 0.01  | -0.24 |
| 造纸和纸产品       | -0.06 | -0.04 | 0.02  | -0.08 |
| 石油、成品油和焦炭    | 0.17  | 0.07  | 0.03  | 0.27  |
| 天然气和水供应      | 0.01  | 0.01  | 0.04  | 0.06  |
| 有色金属         | -0.10 | -0.06 | 0.06  | -0.09 |
| 运输设备         | -0.24 | -0.16 | 0.08  | -0.31 |
| 批发和零售        | 1.39  | 0.46  | 0.12  | 1.96  |
| 房地产          | 0.85  | 0.34  | 0.14  | 1.32  |
| 电气设备         | -0.66 | 0.01  | 0.20  | -0.44 |
| 普通机械         | -0.61 | -0.22 | 0.27  | -0.57 |
| 通信           | 0.01  | 0.10  | 0.36  | 0.48  |
| 社区及社会服务活动    | 0.35  | 0.23  | 0.38  | 0.96  |
| 商业活动         | 1.09  | -0.01 | 0.61  | 1.68  |

资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

图 54：平台期行业涨跌幅（96.5-97.6）



资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部

#### 4.1.4 韩国（1995-2003）亚洲金融危机

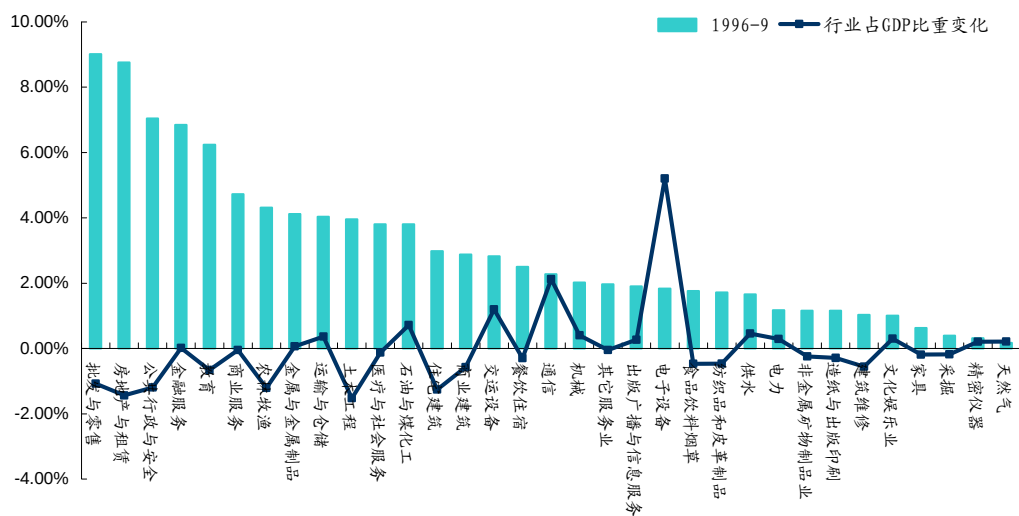
##### 背景

90 年代，韩国在金融危机发生之前实行了金融自由化，导致外债迅速累积。随着亚洲金融危机的蔓延与恶化下的货币贬值，以本币计算的所需偿还的外债迅速膨胀。企业偿债压力增大，一些企业的倒闭加大了银行体系内的风险。这一时期，韩元大幅贬值 50%，直接导致国内经济的流动性危机，多家企业与银行在亚洲金融危机中倒闭。1997 年 12 月，国际货币基金组织向韩国提供了 583 亿美元的援助，根据 IMF 改革建议进行了改革了国内金融体系，并且大力推动出口，通过放宽外资投资产业回流国际资金，并且在这一过程中，韩国加大了对科技产业发展的扶持，为危机后的经济增长积累的动力。

##### 经济结构变化

- 1) 潜在经济增长力下降到一个新的平台之后，韩国的主导行业基本稳定，占 GDP 比重一直居前的行业包括批发与零售、房地产与租赁、公共行政安全、金融服务、教育。其中，电子设备行业占比提高最多，96 年中期其占 GDP 的比重为 1.84%，到 2007 年中期，电子设备行业增加值占 GDP 的比重已达到 7.04%，为占 GDP 比重第四的行业。占 GDP 比重增加较多的行业还包括通信、交运设备、石油与煤化工、供水等；占 GDP 比重下降较多的包括土木工程、房地产与租赁、住宅建筑、农林牧渔。
- 2) 对比潜在经济增长力下平台不同阶段各行业占 GDP 比重的变化，可以发现，与美国和日本不同，对韩国来讲，虽然也符合在大危机阶段行业 GDP 占比下降的行业在平台期同样会下降、在大危机期间行业 GDP 占比提高的行业在平台期同样会提高，但是与前面两个国家不同的是，对于多数行业来讲，这种变化趋势与在复苏和二次探底中的变化趋势也是一致的。这更加说明，对于在危机中行业增加值占 GDP 比重提高的行业，其行业发展动力是非常强的。这些行业的增速持续高于平均水平，为经济增长贡献了更多的力量。

图 55：韩国在亚洲金融危机前后各行业占 GDP 的比重及变化



资料来源：CEIC，长江证券研究部

表 10：韩国 97 年金融危机后行业 GDP 占比变化

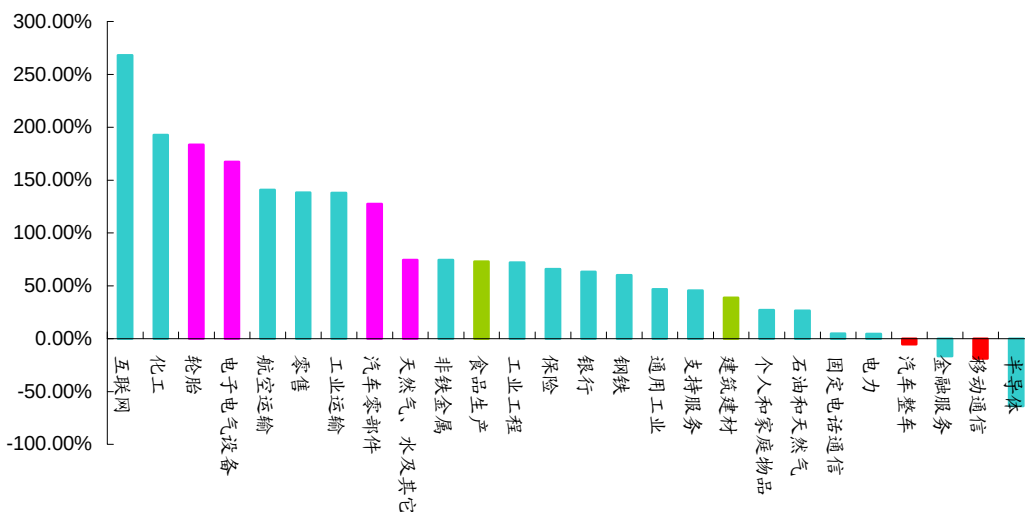
|           | 大危机   | 复苏    | 二次探底  | 平台期   | 累计变化  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电子设备      | 1.47  | 1.29  | 0.26  | 3.63  | 6.65  |
| 金融服务      | -0.81 | -0.09 | -1.01 | 1.44  | -0.47 |
| 交通运输设备    | 0.23  | 0.94  | -0.08 | 1.07  | 2.17  |
| 通信        | 0.95  | 0.56  | 0.35  | 0.77  | 2.64  |
| 机械        | -0.15 | 0.51  | 0.10  | 0.61  | 1.08  |
| 天然气       | 0.06  | 0.03  | 0.02  | 0.13  | 0.23  |
| 供水        | 0.26  | 0.04  | 0.12  | 0.13  | 0.55  |
| 文化娱乐业     | 0.08  | 0.07  | 0.10  | 0.12  | 0.36  |
| 精密仪器      | 0.02  | 0.07  | 0.03  | 0.12  | 0.24  |
| 石油与煤化工    | 0.54  | 0.12  | -0.01 | 0.10  | 0.76  |
| 医疗与社会服务   | 0.03  | -0.28 | -0.17 | 0.06  | -0.35 |
| 电力        | 0.21  | 0.02  | 0.11  | 0.05  | 0.39  |
| 出版广播与信息服务 | 0.24  | 0.25  | 0.01  | 0.02  | 0.53  |
| 非金属矿物制品业  | -0.17 | 0.07  | 0.04  | -0.07 | -0.13 |
| 采掘        | -0.10 | -0.02 | 0.00  | -0.10 | -0.21 |

|          |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金属与金属制品  | 0.00  | 0.37  | -0.06 | -0.15 | 0.16  |
| 家具       | -0.02 | 0.11  | -0.02 | -0.19 | -0.12 |
| 造纸与出版印刷  | -0.04 | 0.08  | -0.12 | -0.20 | -0.28 |
| 建筑维修     | -0.21 | -0.18 | 0.00  | -0.28 | -0.66 |
| 运输与仓储    | 0.25  | 0.37  | 0.15  | -0.33 | 0.44  |
| 餐饮住宿     | 0.06  | 0.18  | 0.07  | -0.36 | -0.06 |
| 教育       | -0.39 | -0.59 | 0.02  | -0.37 | -1.33 |
| 食品饮料烟草   | -0.14 | -0.04 | -0.07 | -0.39 | -0.64 |
| 纺织品和皮革制品 | -0.02 | 0.28  | -0.08 | -0.55 | -0.37 |
| 农林牧渔     | -0.39 | -0.26 | -0.05 | -0.89 | -1.59 |
| 批发与零售    | 0.34  | 0.58  | -0.02 | -1.37 | -0.47 |
| 房地产与租赁   | -0.08 | -1.50 | -0.11 | -1.42 | -3.11 |

资料来源：长江证券研究部

农林牧渔、房地产及租赁、食品饮料、建筑维修、采掘的行业增加值占 GDP 比重持续回落，其中食品饮料行业的指数表现居中，建筑建材表现较差。在行业增加值在 GDP 中占比提升的电子设备、交运设备、通信、机械、天然气、供水、出版广播娱乐等行业中，互联网、电子电气设备、天然气供水涨幅居前，交运设备的下游汽车零部件以及轮胎表现较好。

**图 56：潜在经济增长力降至新平台期的行业表现（01.9—03.9）**



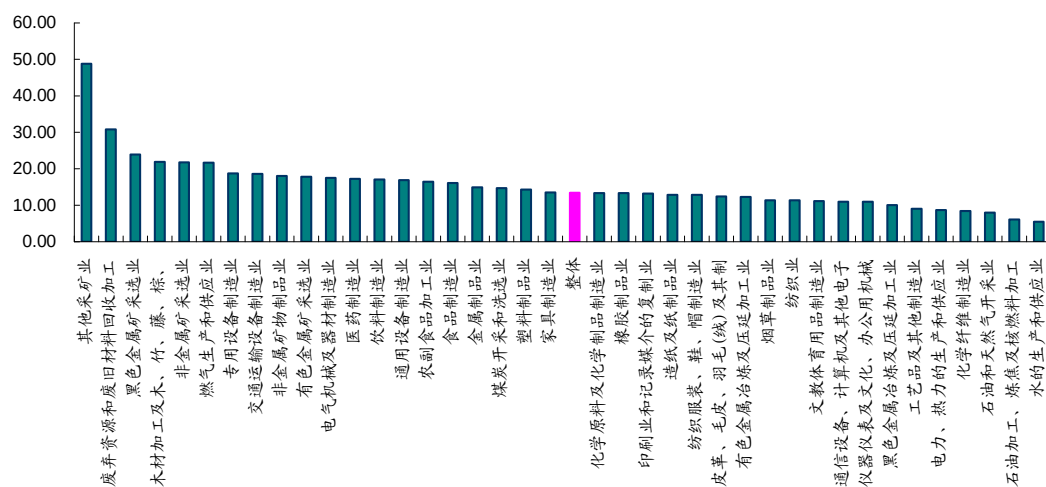
资料来源：DATASTREAM，长江证券研究部



### 4.3: 国际经验的现实意义

通过分析美国、韩国、日本在潜在经济增速下降时的产业结构变化可以得出，在危机中行业占 GDP 比重提高的行业，即行业的成长性较强的行业，其在潜在经济增长力回落之后将成为经济增长的新动力。因此，我们对比了在 08 年金融危机前后，国内工业行业增加值增速变化。对于工业增加值同比增速高于所有行业平均值的行业，其成长性更强，其在国民经济中的比重也相对增长。从产业结构变化的角度，环保、燃气、专用设备、通用设备、电气机械、医药、食品饮料在未来中长期相对看好；对钢铁、有色金属、纺织服装、造纸印刷、石化产业则持相对谨慎的态度。

图 57：金融危机中工业行业增速变化（07 年 6 月——09 年 6 月）



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

## 五、他山之石：他国产业结构调整的特性

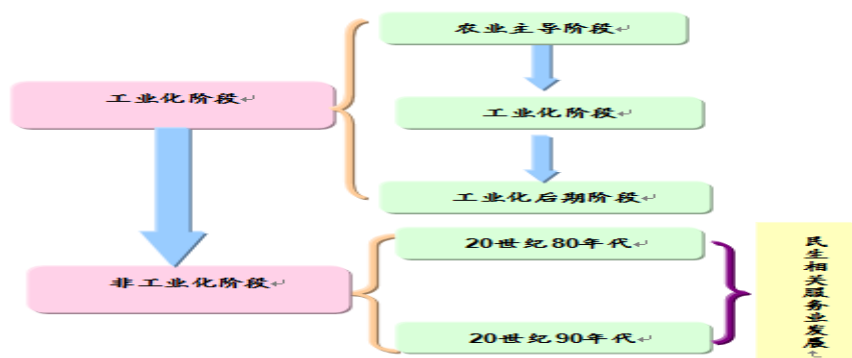
在前述分析中我们已经论证 2012 年极大可能是我国潜在增长率平台下降的起点，这一阶段显著的一个特征为经济价格弹性大，价格对经济增长反应较为敏感，若按照平台下降之前的经济增长为标准，会出现的现象是经济稍有恢复，通胀会出现快速上涨，因此在新平台下行业选择的第二条思路即为：梳理我国固定资产投资现状及结构的变化趋势，我们认为未来经济增长和投资结构应遵循投资拉动经济增长且对通胀压力较小的原则，哪些行业会成为经济新阶段的投资方向是行业配置的第二个方面。

在前文的分析中，我们强调了中国经济增长结构的转型是必然趋势，且这在欧美日德等国家最近一次的经济结构转型中均能有所体现，因此我们通过历史对比，结合其他国家经济转型的经验，判断我们经济转型的方向和可能收益的行业。

### 5.1：美国产业结构调整，固投结构转向民生相关行业

20 世纪 80 年代后，美国进入非工业化阶段，发展“服务化经济”，根据美国经济史记录，在非工业化阶段，美国金融服务业、教育、文化、信息产业、公用事业成为美国新一轮经济增长的新秀，而这些行业均是与民生消费相关的行业。

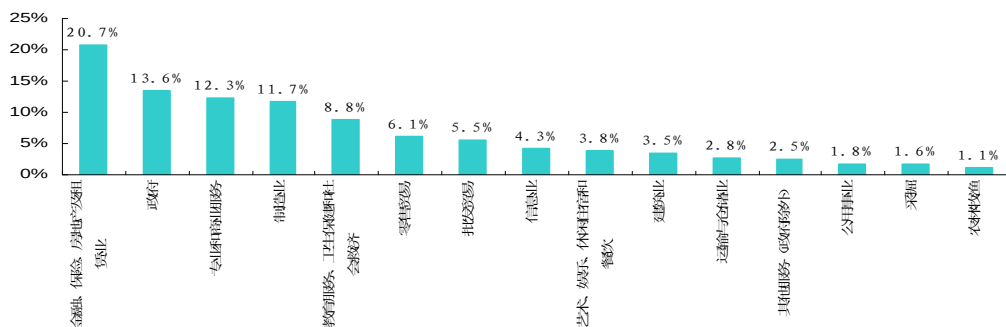
图 58：美国产业结构转换历史



资料来源：Wind，长江证券研究部

从美国 GDP 行业构成分析，其教育、信息业等与民生消费相关行业在 1980 年后成长起来。

图 59：美国 2010 年 GDP 行业构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

20 世纪 80 年代之后美国信息通信产业、环保产业、文化娱乐产业的发展，首先是政策上的支持，行业完备的政策支持为行业发展方向和投资投放奠定了基调。

**表 11：转型期间美国对产业的政策支持**

|        |                                                         |                                                    |
|--------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 信息通信产业 | “信息高速公路计划” 1992 年                                       | 不迟于 2015 年，投资 4000 亿美元，建立起一个联结全美几乎所有家庭和社会机构的光纤通信网络 |
|        | 1993 年国家出口战略                                            | 确定以半导体，电脑，通讯，环境保护，咨询软件工业及服务业等产业为重点的出口产业            |
|        | 《国际科技信息流的关税贸易》                                          | 侧重从美国经济利益出发确立制定国家信息政策的依据                           |
| 环保产业   | 《国家环境政策法》                                               | 美国环保产业的确立，其后美国通过了约 30 部环境法律                        |
|        | 1995 年《国家环境技术战略报告》                                      | 寄希望于通过加速环保技术的更新换代，推动环保产业的进一步发展。                    |
|        | 1995 年 US EPA 环境技术计划                                    | 共对涉及环保产业有关的 274 个研发项目进行资助，投入资金超过 1 亿美元             |
|        | 《清洁空气法》                                                 | 奥巴马上台后提出，将新时代的环保产业目标放在在控制温室气体这个框架内                 |
| 文化娱乐   | 《版权法》《半导体芯片保护法》<br>《跨世纪数字版权法》《电子盗版禁止法》《伪造访问设备和计算机欺骗滥用法》 | 一系列版权保护法规，形成全球保护范围最广、相关规定最为详尽的法律系统                 |
|        | 《国家艺术及人文事业基金法》                                          | 设立了致力于艺术与人文事业发展的机构，国家艺术基金会和国家人文基金会                 |

资料来源：长江证券研究部

从 GDP 行业的占比分析，1987 年相对于 1975 年，占比提高的行业为信息通信技术生产行业、金融，保险，房地产及租赁业、专业与商业服务、教育，卫生保健和社会救助业、信息业等，占比降低的行业为采掘业、制造业和批发贸易。

2010 年与 1987 年相比，占比提升的行业仍未专业与商业服务、金融，保险，房地产及租赁业、教育，卫生保健和社会救助业、信息通信技术生产行业，占比降低的行业制造业、零售贸易和建筑业。

**表 12：美国各行业对 GDP 贡献度变动**

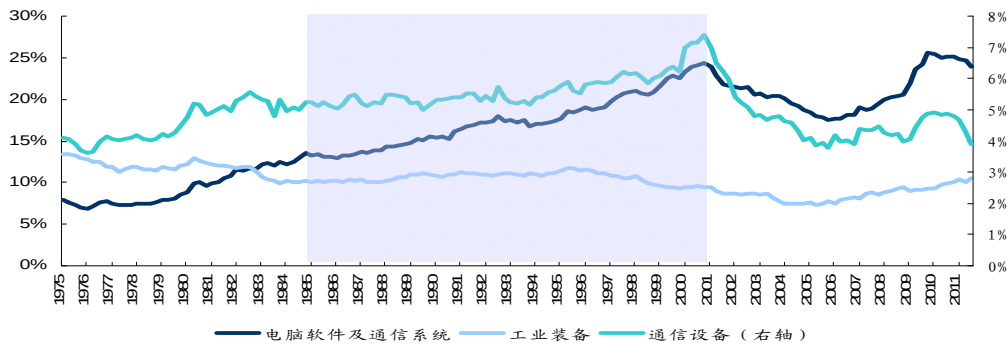
| 1987 年相比 1975 行业 GDP 贡献变动 |     | 2010 年相比 1987 行业 GDP 贡献变动 |     |
|---------------------------|-----|---------------------------|-----|
| 信息通信技术生产行业                | 3.4 | 专业和商业服务                   | 4   |
| 金融, 保险, 房地产及租赁业           | 2.8 | 金融, 保险, 房地产及租赁业           | 3.1 |
| 专业和商业服务                   | 2.8 | 教育服务、卫生保健和社会救助业           | 2.8 |
| 教育、卫生保健和社会救助业             | 1.4 | 信息通信技术生产行业                | 1.3 |
| 房地产和租赁业                   | 1.3 | 房地产和租赁业                   | 0.7 |
| 信息业                       | 0.5 | 艺术、娱乐、休闲、住宿和餐饮服务          | 0.4 |
| 艺术、娱乐、住宿和餐饮服务             | 0.4 | 采掘业                       | 0.4 |

|          |      |          |      |
|----------|------|----------|------|
| 公用事业     | 0.4  | 信息业      | 0.4  |
| 住宿和餐饮服务业 | 0.3  | 住宿和餐饮服务业 | 0.2  |
| 建筑业      | -0.1 | 批发贸易     | -0.5 |
| 零售贸易     | -0.5 | 公用事业     | -0.8 |
| 采掘业      | -0.6 | 建筑业      | -1   |
| 批发贸易     | -1   | 零售贸易     | -1.4 |
| 制造业      | -3.2 | 制造业      | -5.7 |

资料来源：CEIC, 长江证券研究部

从固定资产投资结构观测，1985 年之后，美国电脑软件及通信系统行业、通信设备行业固定资产投资占比提升，特别是电脑软件与通信系统行业占比提升加快；相反第二产业中的工业装备行业的固定资产投资占比下降。

图 60：美国固定资产投资结构变化

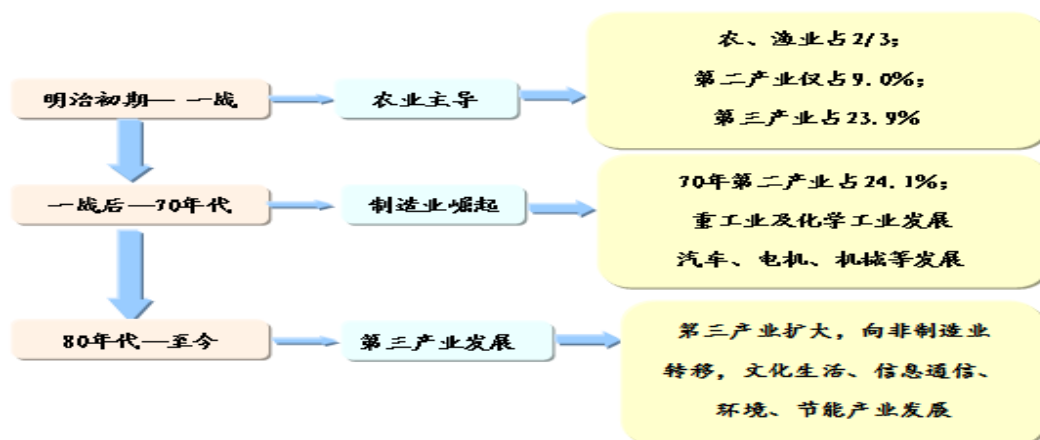


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

## 5.2：日本第三产业开始崛起，民生消费相关行业为重点

在全面了解了美国产业结构调整过程后，我们再分析日本产业结构调整路径。

图 61：日本产业结构转换历史



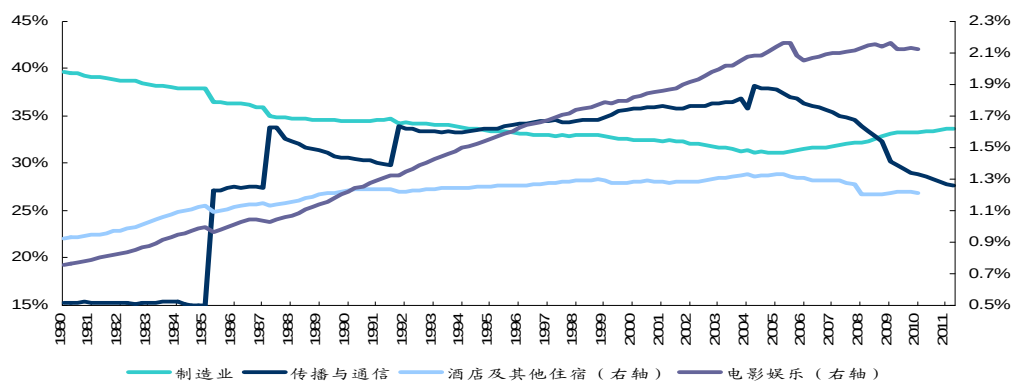
资料来源：Wind, 长江证券研究部

日本产业结构调整可分为三个阶段，在 20 世纪 80 年代后，第三产业发展，产业发展向非

制造业转移，文化生活、信息通信、环境、节能产业在这一阶段成长起来。

从固定资产投资结构看，进入 20 世纪 80 年代后，传播与通信业、酒店住宿业、电影娱乐业的投资占比快速提升，而制造业的投资占比快速下降，与产业结构调整思路一致。

图 62：日本固定资产投资结构变化

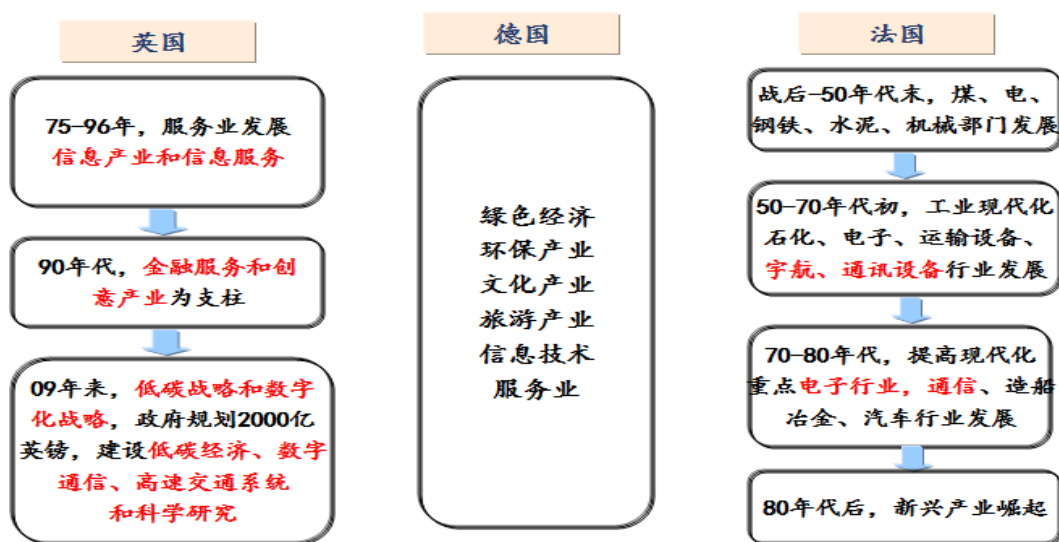


资料来源：CEIC，长江证券研究部

### 5.3：英、德、法产业结构调整征途

与美国、日本产业结构调整类似，英国、德国和法国的产业结构调整经历了同样的路径。英国在 20 世纪 70 年代，重点发展信息产业和信息服务，到 90 年代后，转向金融服务和创意产业，09 年之后，提出“低碳经济、数字通信、高速交通系统”发展思路，再次将经济发展的重心转为通信行业。德国目前的发展思路为绿色经济、环保产业、文化产业、旅游产业和信息产业；法国在 20 世纪 70 年代后将电子行业、通信行业作为发展重点之一。

图 63：英、德、法产业结构调整历程

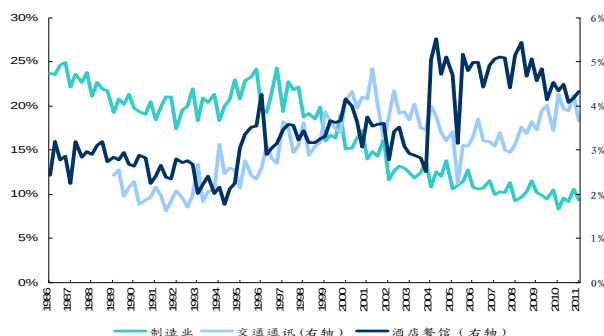


资料来源：长江证券研究部

在各国产业结构调整过程中，从固定资产投资观测，英国交通通信和酒店餐饮行业投资占比提升，而制造业投资占比快速下降，法国则更为显著，信息通信行业投资占比提升速率远高

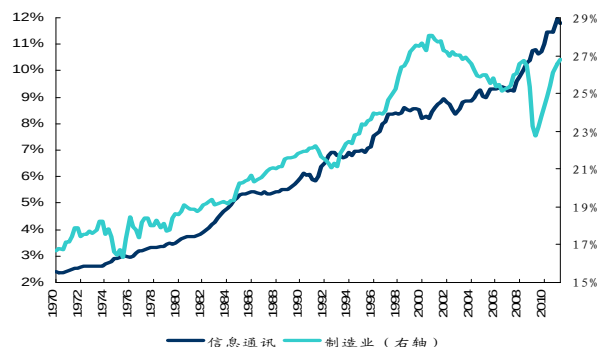
于制造业的投资占比提升速率。

图 64: 英国固定资产投资结构



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 65: 法国固定资产投资结构



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

通过对比美国、日本、英国、德国和法国在产业结构转型时的经验, 我们得到一致的结论: 在这些国家最近一次结构转型中, 通信、环保、文化娱乐都得到了较好的发展, 其原因是各国在最近一次结构转型中, 都面临了潜在增长率下台阶的宏观环境, 其一个显著的特征即是通胀对经济反应敏感, 在潜在增长率下降过程中, 若有政策刺激经济恢复, 则通胀就会较长时间处于高位, 因此通信、环保行业的发展, 一方面能够拉动经济增长, 同时这些行业的成熟壮大更有利于降低生活成本, 对通胀压力小, 且属于低耗能的绿色经济。

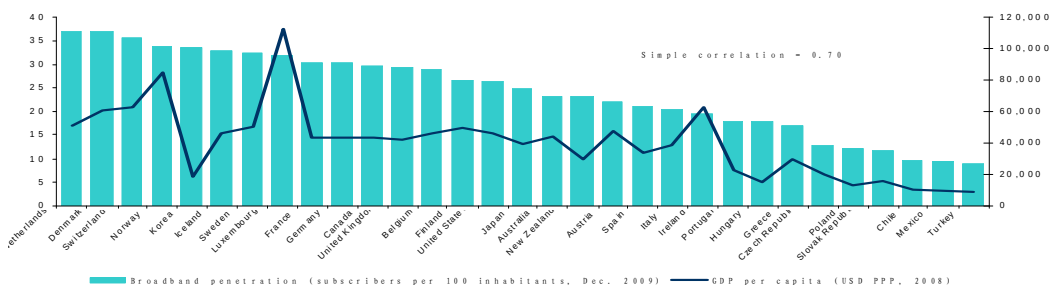
因此结合我国宏观经济结构转型的起点和微观行业发展的现状, 我们认为 **2012 年通信、环保行业面临着较好的发展契机。**

## 5.4: 通信行业——宽带建设政策引路、行业内生增长力促进

联合国最近发布的题为《宽带: 前进的平台》的报告指出: 对于中低收入国家而言, 有线宽带普及率每增长 10%, 就可使经济增长 1.4 个百分点, 因此在推动经济增长、控制通胀的规则下, 通信行业的发展不失为一个较优的选择。

从 OECD 国家经验, 宽带普及率与 GDP 有较为明显的正相关关系, 而我国宽带的普及率相对于自身的 GDP 而言, 是明显偏低的, 且我国 GDP 与世界其他国家相比, 仍处于快速发展的阶段, 因此随着我国经济的增长, 特别是城市化率的提高、二三线城市的发展, 我们会看见通信普及率的快速提高。

图 66: OECD 国家宽带普及率及人均 GDP 的对比情况



资料来源: CEIC, 长江证券研究部



## 5.5: 环保行业——中毒、污染等倒逼环保行业发展，政策推进脱

### 硝先行

环保产业属于公益事业，政策的支持是该产业发展的基础，因此对政策的解读是把握行业发展的基础，在环保行业的各细分领域中，我们认为脱硝行业是行业发展最为确定的行业。

首先在政策方面，关于氮氧化物排放的标准，2011 年公布的《火电厂大气污染物排放标准》，被称为氮氧化物排放执行“史上最严”标准，NOx 排放量 67%来自煤炭燃烧，火电厂和机动车排放占比为 56%和 36%，因此氮氧化物排放主要针对火电企业，该细则明确规定对新建机组，标准从 2012 年 1 月起执行，至 2014 年 7 月 1 日改造覆盖至存量设备。

截至 2010 年底，火电装机容量 7.07 亿千瓦，脱硝项目占比仅 9688 万 KW，而参照“十一五”关于脱硫的要求，目前脱硫装置占比逾 5 万亿 KW，并且在 2005 年公布脱硫行业发展规划后，在 2006 年行业发展加速，增速达 200%，因此我们参照脱硫行业的发展历程，我们亦认为 2012 年时脱硝行业加速发展的一年。

并且，国家对于脱硫和脱硝电价一直都有一定的补助，在通胀压力减小后，脱硝电价提价会提上日程，电价补贴进一步减小了火电脱硝推行的阻力。

因此综合“十二五”脱硝政策的思路以及“十一五”脱硫行业的发展，我们认为 2012 年是脱硝行业有快速发展的一年。

表 13: 政策频出推动脱硝行业发展

|         |                                                                               |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 2009 年  | 《2009-2010 年全国污染防治要点》、《火电厂氮氧化物防治技术政策》、《火电厂大气污染排放标准》要求进行氮氧化物排放的治理，对电厂规定严格的排放标准 |
| 2010 年  | 环保部副部长强调“十二五”期间火电厂全部完成脱硝工作                                                    |
| 2011.1  | 《火电厂大气污染物排放标准》、《广东省火电厂降氮脱硝工程方案》，制定了国家及珠三角火电机组 NOx 排放的严格标准                     |
| 2011.3  | 江苏环保局《关于加强燃煤机组烟气脱硝设施建设和运行监督管理的通知》，要求电力企业的脱硝设施建设必须在 2013 年前建设完成                |
| 2011.10 | 《火电厂大气污染物排放标准》发布，被称为氮氧化物排放执行“史上最严”标准                                          |

资料来源：长江证券研究部

## 5.5: 传统的 PE&EARNING 路径

行业配置的第三条路线：在市场上涨期，延续我们传统的 PE&EARNING 路径分析，作为构成指数的两个基本因素 PE&EPS，在市场周期的不同阶段，其判断对指数的影响哪个因素占主导。

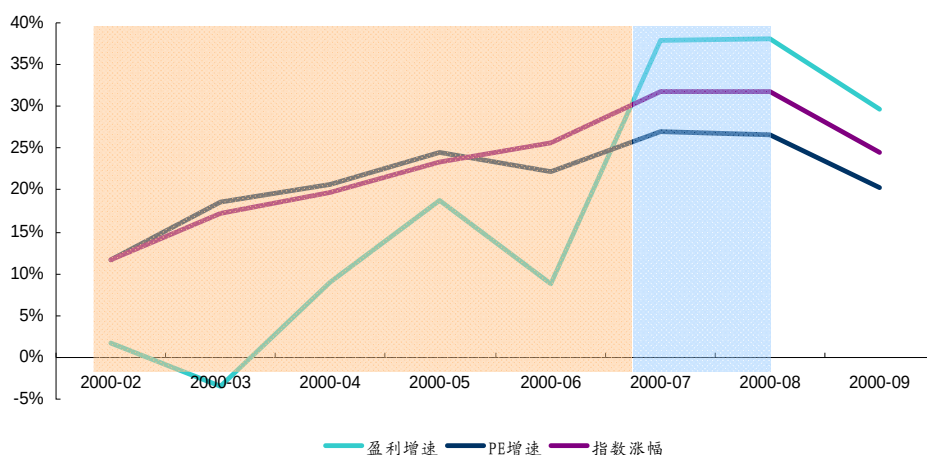


## 中国三轮周期中指数上涨的推动因素分析

首先我们分析在中国 2000—2008 年的三轮周期中，市场反弹期间 PE 与 EARNING 的涨幅来判断推动市场上涨的主要动力。

在第一轮周期中，市场反弹期为 2000.2-2000.9，通过对比，在 2000.2-2000.5，PE 增速明显快于盈利增速，依靠 PE 回升拉动指数回升。之后盈利上升取代 PE 回升，成为拉动指数回升的主导力量。

图 67：2000 年周期一市场反弹初期，PE 推动为主导



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

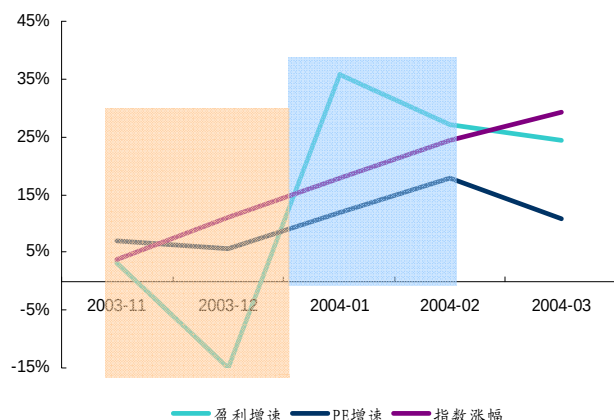
表 14：2000 年市场反弹期盈利与 PE 增速

|         | 盈利增速   | PE 增速  | 指数涨幅   |
|---------|--------|--------|--------|
| 2000-02 | 1.64%  | 11.61% | 11.70% |
| 2000-03 | -3.43% | 18.58% | 17.28% |
| 2000-04 | 8.97%  | 20.57% | 19.63% |
| 2000-05 | 18.74% | 24.40% | 23.42% |
| 2000-06 | 8.75%  | 22.10% | 25.61% |
| 2000-07 | 37.97% | 26.89% | 31.83% |
| 2000-08 | 38.00% | 26.54% | 31.67% |
| 2000-09 | 29.62% | 20.26% | 24.44% |

资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

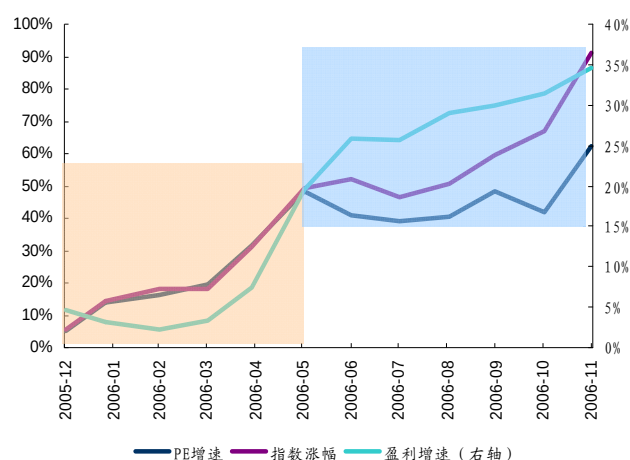
在第二轮周期中，2003.11-2004.3 为市场上涨期，其中 2003.11-2003.12 为 PE 回升主导的市场上涨；在第三轮周期中，2005.12-2006.12 为市场上涨期，其中 2005.12-2006.6 为 PE 回升主导的市场上涨期，之后是盈利提升带动的市场上涨期。从 PE&EARNING 主导的市场上涨的时间长度观测，中国三轮周期市场上涨期观测，PE 回升为主导引领的市场上涨的时间约占市场上涨时间的三分之一到二分之一。

图 68: 2003 年周期二反弹期



资料来源: wind, 长江证券

图 69: 2005 年周期三反弹期



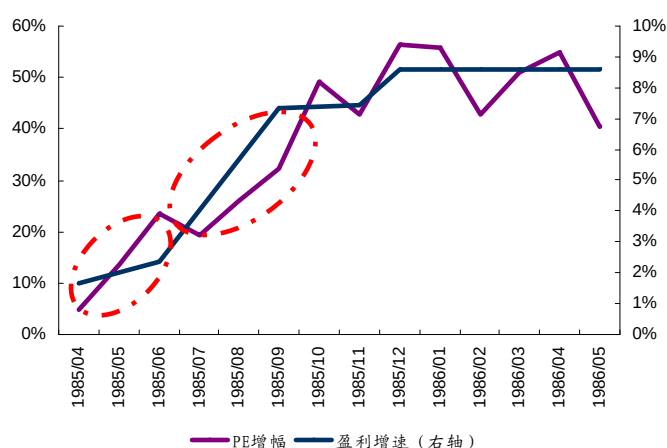
资料来源: Wind, 长江证券

### 德国、韩国潜在增长率下降时市场上涨推动因素分析

德国在 1980.1-1986.5 经历了潜在增长率下降阶段，其中在 1985.4-1986.5 为指数上涨期，通过对比上涨期德国指数的 PE 和市场盈利增速，我们得出结论：在 1985.4-1985.6 为 PE 回升主导的指数上升阶段，1985.7-1985.10 为盈利回升主导的指数上升，在 1985.11-1986.5 是 PE 与盈利共同提升共同推动的指数上涨，无法明显分为 PE 主导或是 EARNING 主导。

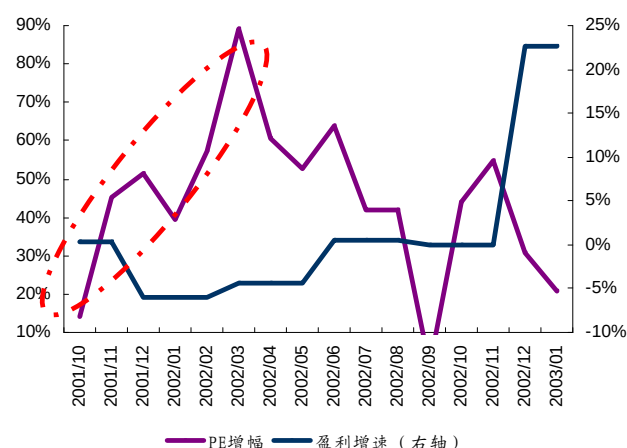
韩国在 1995.9-2007.10 经历了潜在增长率下降，其中 2001.10-2003.10 指数上升的主要阶段，数据分析显示 2001.10--2002.3 为 PE 回升推动指数上涨阶段。

图 70: 图：2003 年周期二反弹期



资料来源: wind, 长江证券

图 71: 2005 年周期三反弹期



资料来源: Wind, 长江证券

为验证推动市场指数和股价回升的两大因素 PE&EPS 在市场上涨不同阶段的主导力量，我们分析了中国历史三轮周期中，市场指数回升时 PE 和 EPS 的涨幅，以及德国、韩国在潜在增长率下降阶段，市场反弹时 PE 和 EPS 的涨幅，我们得出一致结论：在弱势市场反转或反弹开始时，主要是市场预期改善、流动性推动下的 PE 回升主导的市场行情，之后在市场行情持续整个行情的 1/3 或 1/2 后，才是盈利改善推动下的市场行情。

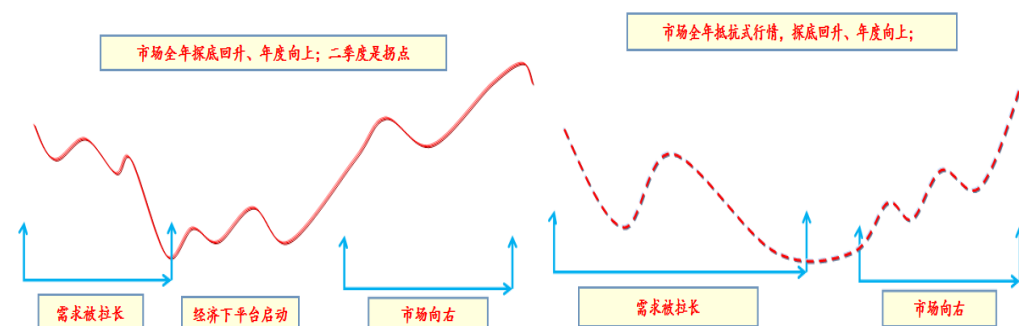
## 六：结论

### 6.1：市场走势及风险点

综合我们之前的分析，对于明年的经济我们在传统的分析框架之上考虑政策的冲击和潜在增速下降的影响；从而得到对经济阶段的明确结论：传统上小周期衰退在 12 月或 2012 年初左右见底的可能性几乎不存在；潜在增速下降会拉长小周期衰退时间；同时政策平衡也会导致小周期衰退时间被拉长；因此经济见底的时间点被推迟到 2 季度后期或三季度。

同时基于价格、需求、经济和盈利对市场见底的不同关系的国际经验和中国历史上经济小周期对于资本市场的指导意义（见专门的体系报告《长江策略体系报告》）；我们认为市场见底的时间点目前做出判断为时尚早；基于政策的博弈可能会有反弹，但是不该当期市场震荡下行的判断；市场在经济见底略前会触底，之后会震荡上行。如下所示：

**图 72：2012 年市场走势预测（12 月，右图）及与 11 月 23 日年度策略差异（左图）**



资料来源：长江证券研究部

目前来看，我们在 11 月年度策略上提出的指数判断基本上走势和当期完全一致，但是我们这里为什么会略微有点差异，讨论这个问题之前，先看这两图三个共同点及二点差异：

共同点：1）均是先下后上，呈现 V 型；

2）全年均有正的收益；

3）市场见底时间和低点会超过我们预期；

差异点：1）向下的方式不一样；后者开始有抵抗式反弹行情；

2）低点产生的时间点略有差异；

我们前面谈到政策对于经济阶段的改变，得到的结论是货币政策难于短期改变，财政政策会有立杆见影的效果，但是我们放在了第二章的风险点中；我们并没有专门讨论政策对于经济见底的影响，但是却放在了我们的结论之中，是因为这一点，来自于逻辑或者对于财政政策刺激是否立即有效的假设基础之上，并不是来自于传统上的数据分析。

#### A：关于财政政策的看法

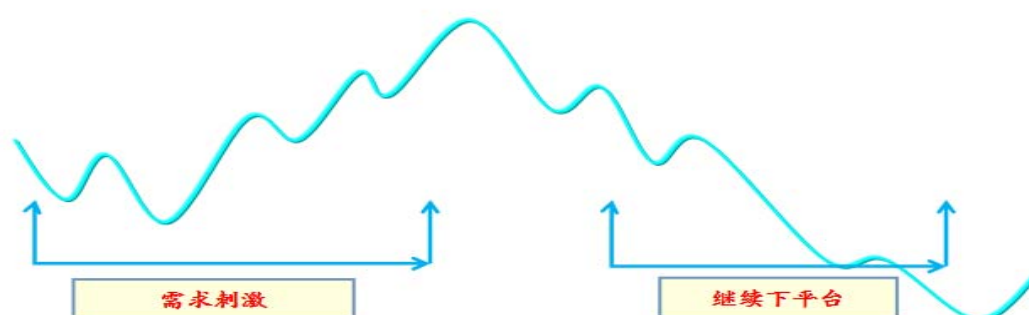
我们以往经济衰退阶段，均是看到明显的财政刺激，但是我们这一次有 2 点约束与之前不一致；一是政策本身的目标约束：经济的平稳回落可能是政策最愿意看到的结果；二是政策的约束条件不一样，这来自于潜在需求的下降。

这会导致这一次财政政策很有可能是定向的宽松，其来自于五个层面：高铁的重新启动；通信资本开支的扩张；环保投资的扩张；电力设备投资及水利投资。这些财政政策的目的可能都是为了延缓经济下降的速度，从而看到经济触底时间被拉长；

### B: 关于财政政策是否有效的讨论

这里的风险实际来自于 2 个层面，一个财政政策短期的定向放松都不足以改变经济快速下降的局面，从而引致被动的大规模放松；一个本身就出台大规模的财政刺激，其对于市场的效果实际是一致的，就是我们所说的风险走势，如下所示。

图 73：风险点（需求下降被进一步延迟）



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

但这仅仅是一种风险提示，我们现在依然相信政府经历过去几轮的经济调整经验和目前处于前后政策换届的时间点，政策的有效性和制约性会导致其能够让经济缓慢回落，从而推迟我们年度策略时间点时候经济见底的时间点，所以看到目前的走势图和之前略有一点时间上见底的差异，就来自于这里。

## 6.2：行业配置

本文的第四部分从产业角度讨论了行业的中长期配置方向；第五部分则是探讨了其它国家转型期对于中国资本市场板块的配置借鉴意义，同时讨论了短期经济触底阶段，市场的走势是不是服从了传统的经验，总结起来，即为如下：

- ◆长期配置方向：环保、燃气、专用设备、通用设备、电气机械、医药、食品饮料
- ◆中期主题或其它国家经验方向：通信行业、环保行业及文化娱乐；
- ◆短期路径：
  - 一季度：初期反弹为券商、前端周期；季度上依然估值防御，大众消费品；
  - 二季度：大众消费品、低估值（包括汽车、金融等）；
  - 三、四季度：价格弹性（BETA）、PE 回升、盈利增长；
- ◆财政投资：高铁投资、通信投资、电力设备、环保及水利投资。

### 分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴邦栋、胡瑞丽、吴春杰，，长江证券宏观策略研究。

### 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 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。