仅供内部参考，请勿外传

报告日期 2026 年 09 月 02 日

分析师：杨震宇
S0190520120002
yangzhenyu20@xyzq.com.cn

分析师：张启尧
S0190521080005
zhangqiyao@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】兴证策略&多行业 2026 年 9 月市场配置建议和金股组合-2026.08.29

【兴证策略】基于劳动力转移视角的长周期策略分析：日本篇-2026.08.19

【兴证策略】基于劳动力转移视角的长周期策略分析：美国篇-2026.08.15

基于劳动力转移视角的长周期策略分析：A 股复盘篇

投资要点：

- 我国劳动力转移的基本过程

基于我国非农就业占比数据以及 HP 滤波方法以及相关综合经济指标，可以发现我国分别于 2004 年、2010 年和 2016 年迎来第一次刘易斯拐点、库兹涅茨拐点和劳动力转移加速度最低点，尚未迎来第二次刘易斯拐点。

- 第一次刘易斯拐点前 A 股行情

我国股市于 1999-2004 年期间先后迎来“519”行情和“五朵金花”行情，主导行业从 TMT 向煤炭、石油石化、有色金属和钢铁切换，反映我国重工业化发展较快阶段；股价经历从估值驱动向业绩驱动的切换，企业盈利依赖高周转和高杠杆；大盘股风格占据上风。

- 库兹涅茨拐点前 A 股行情

2010 年前 A 股迎来 2007 年的全面牛市以及 2009-2010 年的反弹行情；2007 年牛市期间领涨行业为券商、有色金属和地产，2009-2010 年反弹行情期间占优行业为汽车、有色金属、煤炭等；2007 年实现戴维斯双击，2009 年以后以估值驱动为主；企业盈利以销售净利率驱动为主。

- 劳动力转移加速度最低点前行情

A 股于 2013-2016 年先后迎来创业板结构行情、2015 年全面牛市和 2016 年开始的白马股结构行情；主导行业从 TMT 切换向证券、房地产、社会服务再切换向食品饮料、家电和银行等，市场风格从小盘股向大盘股切换；股价经历了业绩驱动到估值驱动，再向业绩驱动切换；杠杆率是企业盈利最重要驱动因素，其次为销售净利率和资本周转率。

- 我国已经经历的劳动力转移过程中 A 股表现总体符合理论预判，并展现出我国工业化的特殊性

比较理论预判不同劳动力转移阶段股市的大势和结构表现，A 股符合理论的一系列预判结果；比较美股、日股在库兹涅茨拐点前到劳动力转移加速度最低点行情的结构表现，同期 A 股优势行业集中于消费，反映我国劳动力转移过程中资源优化配置机制的特殊性。

- 风险提示：劳动力转移进程不确定性、全球政经格局变化超预期、理论模型与现实偏差较大、外部冲击超出预期等

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 我国于 2004 年迎来第一次刘易斯拐点以及 1999-2004 年行情 4
（一） 2004 年我国迎来第一次刘易斯拐点 4
（二） 1999-2004 年的 A 股行情复盘 8
（三） 行情综述 11
二、 2009-2010 年我国迎来库兹涅茨拐点以及 2006-2010 年行情 13
（一） 2009-2010 年我国迎来库兹涅茨拐点 13
（二） 2006-2010 年行情复盘 15
（三） 行情综述 19
三、 2016 年我国劳动力转移加速度见底以及 2013-2017 年行情 22
（一） 2016 年我国劳动力转移加速度见底 22
（二） 2013-2017 年行情复盘 24
（三） 行情综述 26
四、 实证总结：中国经验基本符合理论预判 28

图目录

图 1、 中国劳动力转移历程 5
图 2、 2004 年开始农民工工资增速趋势性上升 6
图 3、 2004 年前后农业和制造业之间工资和生产率对比发生变化 6
图 4、 2004 年前劳动者份额持续下降 7
图 5、 1990 年代城镇化率速度达峰 7
图 6、 行业间平均工资变异系数变化 7
图 7、 1978-2024 年我国三产结构变化 8
图 8、 1999-2004 年的三轮行情 8
图 9、 “519”行情中主要行业表现 9
图 10、 “519”行情中不同市值公司平均涨跌幅 9
图 11、 1999-2001 年行情中主要行业表现 9
图 12、 1999-2001 年行情中不同市值公司平均涨跌幅 9
图 13、 2003-2007 年资本开支、储蓄率和非国有经济发展共振上行 10
图 14、 2003-2004 年行情中不同市值公司平均涨跌幅 10
图 15、 2003/9~2004/4 主要行业涨跌幅以及 2003-2004 年业绩表现 11
图 16、 1999-2005 年 A 股股价结构变化 11
图 17、 1993-2006 年上证综指和深证成指 ROE 变化 11
图 18、 1993-2006 年沪指和深指 ROE 分解 12
图 19、 1998-2001 年企业去杠杆 12
图 20、 中国重工业化的基本过程 12
图 21、 1995-2007 年我国出口结构中机电产品和贱金属加工品占比变化 13
图 22、 2001 年开始私营企业和外资企业资产规模占比持续上升 13
图 23、 我国基尼系数变化 14
图 24、 1978 年以来二三产业占比以及抚养比变化 14
图 25、 2007-2008 年经济增速与通胀率持续走高 16
图 26、 2005-2008 年货币政策持续收紧 16
图 27、 2006-2007 年基金迎来第一个发展高峰期 16
图 28、 2006-2007 年居民存款搬家 .....

仅供内部参考，请勿外传

图 29、 2006-2010 年 A 股三轮行情 16
图 30、 2006-2007 年牛市主要行业涨跌幅 16
图 31、 2006/8~2007/10 主要行业涨跌幅以及 2007-2008 年业绩表现 17
图 32、 2008-2009 年行情中主要行业表现 18
图 33、 2003-2007 年楼市先抑后扬 18
图 34、 2010 年行情中主要行业表现 18
图 35、 2006-2010 年大小盘相对表现 18
图 36、 2010 年行情相较于 2007 年行情行业涨跌幅排名和业绩的相对变化 19
图 37、 2004-2011 年 A 股驱动力结构变化 20
图 38、 央行于 2008 年四季度降准 20
图 39、 2001-2011 年上证综指和深证成指 ROE 变化 20
图 40、 2000-2010 年沪指和深指 ROE 分解 20
图 41、 2001-2011 年投资率和储蓄率持续上行 21
图 42、 2009 年前居民与地方政府杠杆率不升反降 21
图 43、 不同行业就业人员数变化率比较 22
图 44、 不同行业劳动生产率相对变化比较 22
图 45、 2016 年我国恩格尔系数水平与日本 1979 年相当 23
图 46、 2016 年以来科技相关行业对 GDP 拉动作用提高 23
图 47、 2013-2016 年三轮行情 24
图 48、 2006-2010 年大小盘相对表现 24
图 49、 2015 年央行连续降准降息 24
图 50、 2015 年 6 月两融余额占比达到历史峰值 24
图 51、 2014/7~2015/6 主要行业涨跌幅以及 2014-2015 年业绩表现 25
图 52、 2011-2018 年 A 股驱动力结构变化 27
图 53、 2012-2025 年上证综指和深证成指 ROE 变化 27
图 54、 2012-2025 年沪指和深指 ROE 分解（标准化） 27
图 55、 2011-2025 年各部门杠杆率变化（标准化） 27
图 56、 2016 年以来贸易顺差趋于稳定以及货币供给的“自主性”提升 28
图 57、 2016 年以来伴随化债股权溢价显现 28
图 58、 2000-2026 年 A 股不同行业累计超额收益表现比较 31
图 59、 2006-2021 年 A 股不同行业涨幅比较 32
图 60、 1973-1989 年日股不同行业涨幅比较 32
图 61、 1926-1959 年美股不同行业涨幅比较 32
图 62、 2006-2021 年 A 股各行业业绩增长的稳定性与股价增长稳定性之间关系 32

表目录

表 1、现有关于中国刘易斯拐点的主要研究成果 4
表 2、劳动力转移视角下 A 股实证结果 30

仅供内部参考，请勿外传

前言

本文将依据《理论篇》相关内容和判定依据，研究我国劳动力转移进程及其重要节点，并分析重要节点前后 A 股的行情以及变化，实证检验理论预判是否符合中国经济和股市的运行情况。

一、我国于 2004 年迎来第一次刘易斯拐点以及 1999-2004 年行情

（一）2004 年我国迎来第一次刘易斯拐点

关于我国什么时候迎来第一次刘易斯拐点或者有没有迎来刘易斯拐点的研究很多，结论莫衷一是。无论是认同还是反对的研究主要都是从农村劳动力工资的绝对或者相对上涨角度去论证。

表 1、现有关于中国刘易斯拐点的主要研究成果[1]

研究者/成果年份	主要结论	判定依据
南亮进（2010）	中国还没有迎来刘易斯转折点，但是正在接近	失业率、农业于其他高工资产业工资差距以及农业生产函数推算剩余劳动力数量等
蔡昉（2007）	中国于 2004 年迎来刘易斯拐点	农民工工资上涨、劳动力短缺
吴要武（2007）	2002-2004 年之间迎来刘易斯拐点	非技术劳动者工资上涨、地区工资差异减少、非正规部门就业减少
王柯敬（2013）	2015 年可能迎来刘易斯拐点	劳动报酬占比触底
樊纲（2010）	刘易斯拐点还有 5-15 年	农业劳动力占比仍然偏高
周天勇（2010）	刘易斯拐点尚未到来	城市化水平较低、农业生产率低、农业劳动力仍然过剩、城乡生产率和工资差异较大等
辜朝明（2023）	中国于 2015 年迎来刘易斯拐点	——

[1] 相关文献为：南亮进,马欣欣.中国经济的转折点:与日本的比较[J].中国劳动经济学,2010,6(1):80-109.
蔡昉.中国劳动力市场发育与就业变化[J].经济研究,2007,(7):4-14+22.
吴要武.“刘易斯转折点”来临:我国劳动力市场调整的机遇[J].开放导报,2007,(3):50-56.DOI:10.19625/j.cnki.cn44-1338/f.2007.03.012.
高炜,王柯敬.我国“刘易斯拐点”出现时间再判断[J].现代管理科学,2013,(5):15-17.
樊纲：《刘易斯拐点：热议下的迷惘与省思》中国新闻网，2010 年
周天勇.刘易斯拐点来临恐怕要到 2020 年以后[C]//北京大学国家发展研究院.二〇一〇年夏季 CMRC 中国经济观察（总第 22 期）.2010:9-14.
辜朝明：《被追赶的经济体》，2023 年
耿元,林玳玳.中国的刘易斯转折点来到了吗——质疑 2007 年人口与劳动问题报告[J].经济问题探索,2008,(9):47-50.
约翰·莱特.中国经济的两个拐点:刘易斯拐点与库兹涅茨拐点[J].金融市场研究,2012,(7):81-89.DOI:10.20134/j.cnki.fmr.

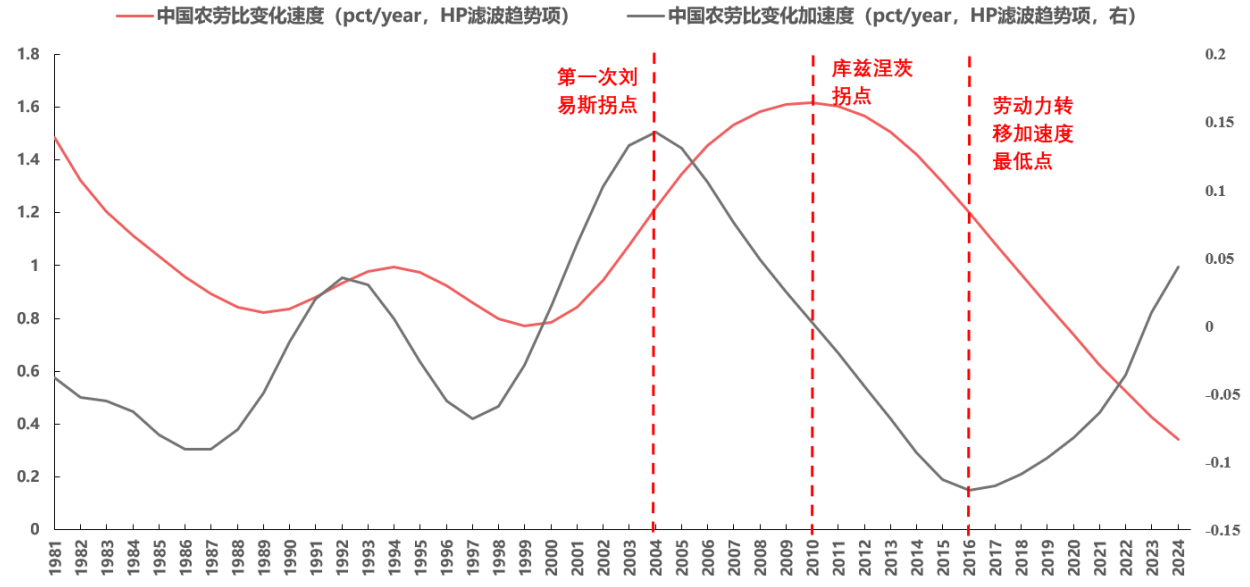
仅供内部参考，请勿外传

耿元、林玳玳（2008）	刘易斯拐点尚未到来	劳动力供应量远超工业部门吸收能力
John.Knight（2012）	刘易斯拐点尚未到来	农村人均收入增长率低于城市

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

本文认为是否迎来刘易斯拐点要从家经济发展的结构指标综合去判断，即劳动力转移速度、加速度以及其他宏观指标变化。本文认为 2004 年中国迎来第一次刘易斯拐点，主要理由如下：

图1、中国劳动力转移历程[2]



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1）中国劳动力转移加速度迎来拐点。与此前一致，对我国非农就业占比进行 HP 滤波处理后，可以发现 2004 年我国劳动力转移加速度达到迄今为止最大值，中国劳动力转移速度继续升高并接近峰值，符合理论所述的第一次刘易斯拐点基本特征；

2）2004 年开始农民工工资及其增速水平明显提升。农民工工资水平加快提高是蔡昉（2007）论证刘易斯拐点的核心论据，本文通过整理学术研究和国家统计局数据发现 2000 年到 2003 年农民工工资增速水平已经有过一次冲高，2004 年回落至 2.0%后进入趋势性上升阶段直到 2011 年达到最高值。因此 2004 年不仅农民工工资读数开始提高而且 2004-2011 农民工工资增速中枢持续提高，我国劳动力转移进程迎来二阶导意义上的拐点；

[2] 与《美国篇》和《日本篇》相一致，这里采用 HP 滤波后农劳比的趋势项以跟踪结构性变化

仅供内部参考，请勿外传

3）2004 年农业相对工业生产效率开始改善。从工资对比与生产率对比来看，2003 年第一产业生产率与第二产业生产率比值迎来拐点，即 2003 年后第一产业生产率不断缩小与第二产业生产之间的差距；同时 2006 年开始农林牧渔平均工资在制造业和建筑业平均工资中占比几乎同步上升（农民工主要就业方向是制造业和建筑业）。因此可以说 2004 年前后伴随持续劳动力转移和技术进步，第一产业生产率相对效率已经有了改观，农业与工业之间生产效率与工资差异在持续弥合，符合第一次刘易斯拐点定义的；

图2、2004 年开始农民工工资增速趋势性上升[3]

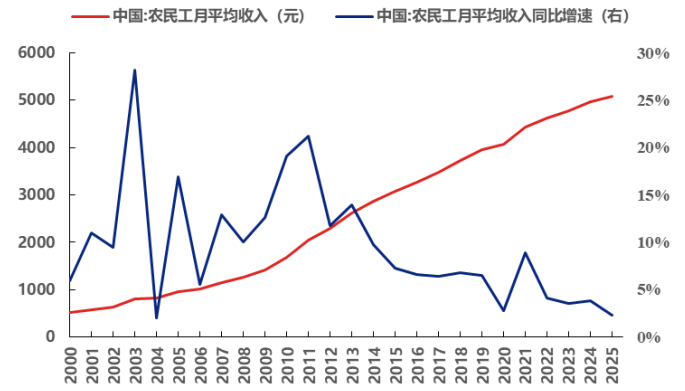
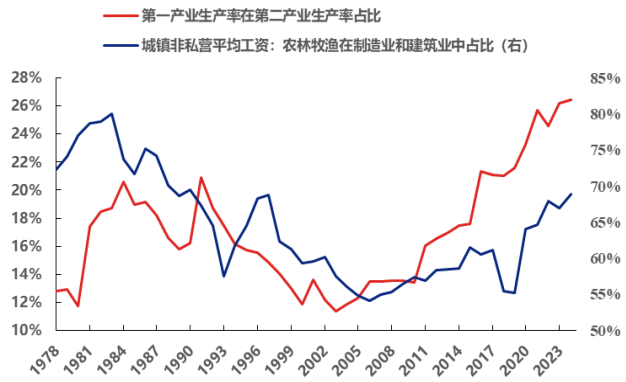


图3、2004 年前后农业和制造业之间工资和生产率对比发生变化[4]



数据来源：Wind，卢锋（2012）：《中国农民工工资走势：1979—2010》，兴业证券经济与金融研究院整理

4）中国在 2004 年后劳动者报酬占比逐步见底。以收入法中劳动者报酬占比计算，2007 年劳动者报酬见底；以实物交易资金流量表计算，2010 年见底，即在 2004 年之前劳动者份额持续下降，但是 2004 年后伴随工资水平提升劳动者份额逐步见底，符合刘易斯拐点后劳动份额逐步上升要求；

5）1988-2002 年我国行业间工资的差异程度快速上升。1988 年以后我国先后经历了乡镇企业发展、国有企业改革等为内容的工业化早期发展阶段，但是由于农业工资始终被压制在极低的水平，因此工业化新兴产业与传统行业、农业之间收入差异迅速拉大，表现为各主要行业之间工资变异系数的快速提升。这一过程直到 2002 年结束，此后各行业的工资水平进入一个平缓的发展阶段。这个现象基本符合刘易斯拐点理论的预判，进一步印证了 2004 年迎来第一次刘易斯拐点的结论；

6）2004 年我国三产结构已经可以对比美国 1900 年和日本 1959 年水平。2004 年我国第一产业占 GDP 比例为 11.6%，第二产业占比为 46.9%，第三产业为

[3] 论文经过调研和统计提供 1979-2010 年农民工工资平均水平，国家统计局提供 2008 年以后的数据。2008、2009 年论文估算的工资水平与国家统计局公布的数据略有偏差（论文：2008 年为 1180.5 元，2009 年为 1421.7 元；国家统计局：2008 年为 1340 元，2009 年为 1417.0 元）但 2010 年工资水平论文水平与国家统计局一致，均为 1690.0 元。因此认为论文中统计口径与数据具有可靠性与国家统计局公布数据可比；2008-2009 年数据取平均值。

[4] 第一产业和第二产业生产率采用国家统计局公布的不变价 GDP 与就业人员数之比。

仅供内部参考，请勿外传

41.5%，这一结构已经接近甚至优于美国 1900 年和日本 1959 年水平，从产业结构上来看 2004 年我国已经实现了质的变化；

7）2004 年我国城镇化率为 41.8%，与美国 1900 年的 40%相当。2004 年我国城镇化率为 41.8%，与美国 1900 年水平相当；城镇化率的变化率已经度过变化最快的时点[5]；消费率从 2000 年 63.9%回落至 55.7%，处于消费率持续下降趋势中，符合刘易斯拐点后投资率上升、消费率下降的特征。

图4、2004 年前劳动者份额持续下降

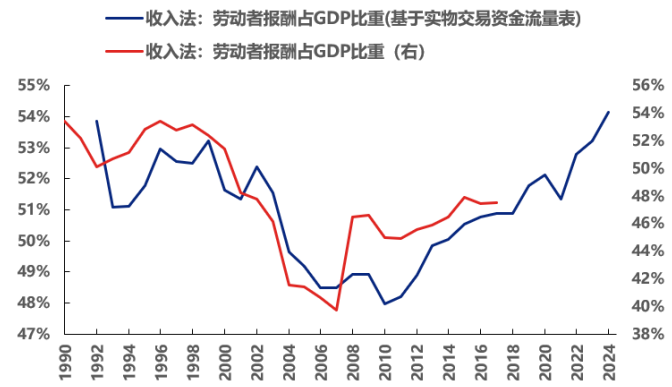
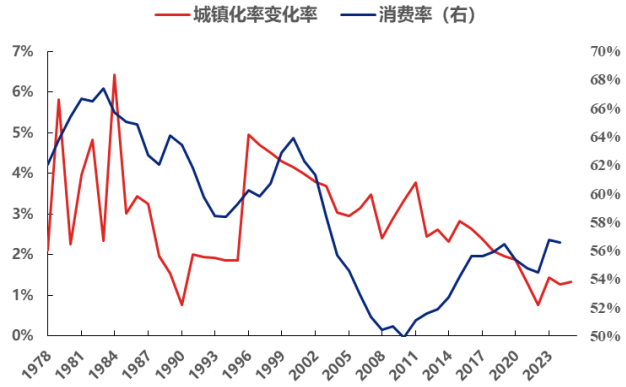
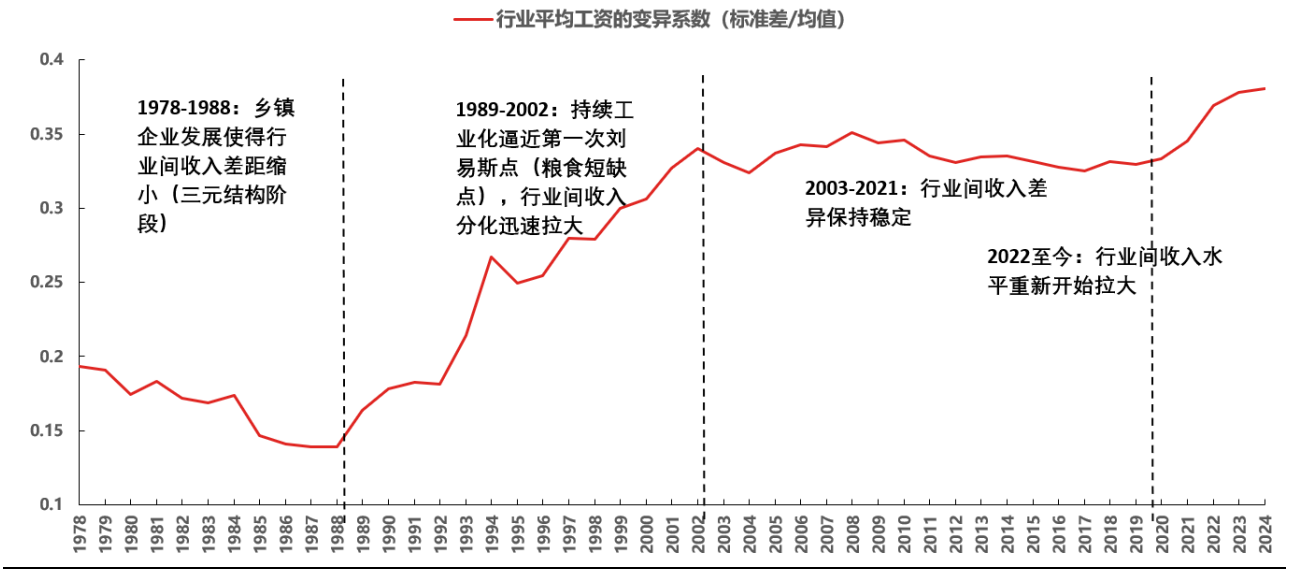


图5、1990 年代城镇化率速度达峰



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、行业间平均工资变异系数变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

[5] 刘守英在《土地制度与中国发展》（2018）中给出的解释认为 1998-2003 年我国处于分税制改革以后的“园区工业化”阶段，地方政府利用土地转用控制权重新掌握主导权，实行“以地招商”，人口和产业快速聚集，是城市化的发展较快阶段；2004-2008 年伴随施行国有建设用地招拍挂、土地抵押和城投债等制度，地方政府开始“以地生财”，其工作重心从工业化转向城市化，但工业化带动城市化效应减弱，因此城市化速度反而下降。

仅供内部参考，请勿外传

综上所述，本文认为 2004 年中国迎来第一次刘易斯拐点：伴随劳动力持续转移，我国劳动力结构、产业结构、生产要素回报率结构以及财富分配结构都开始了深刻变化。

（二）1999-2004 年的 A 股行情复盘

参照美国和日本经验，第一次刘易斯拐点到来前股市往往会出现一轮牛市或者以钢铁等重工业为代表的结构行情。A 股在 2004 年之前迎来 1999-2001 年牛市和 2003-2004 年以“五朵金花”为代表的结构牛。这段情可以可以分成三段，反映了股市对于迈过第一次刘易斯拐点后经济走向的预期。

图7、1978-2024 年我国三产结构变化

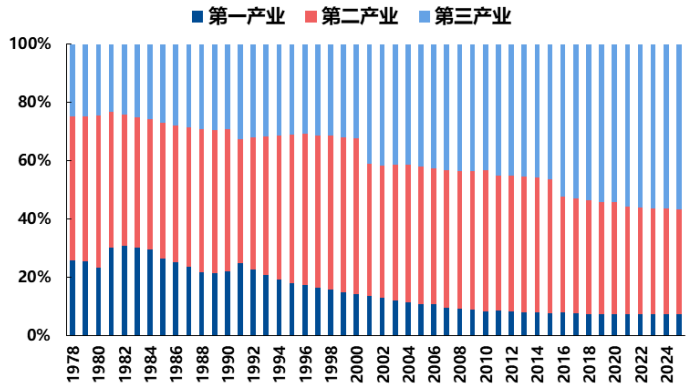
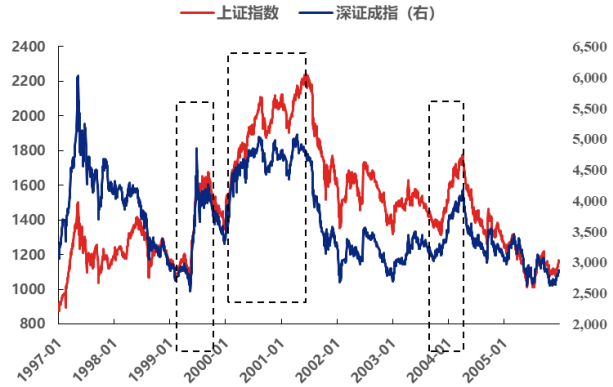


图8、1999-2004 年的三轮行情



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1）“519”行情（1999/5/19-1999/6/29）：1999 年我国全面推进科教兴国战略，大力发展高科技产业，并出台搞活证券市场的六点意见等政策措施；叠加海外科技股行情越演愈烈，纳斯达克指数已经走牛 4 年，放大科技股做多热情。因此 A 股在底部迎来一轮快速冲高行情，持续一个多月时间，称为“519 行情”。1999 年 5 月 19 日至 2001 年 6 月 29 日上证综指累计上涨 64.1%，深证成指累计最高上涨 91.3%；本轮“519”行情中表现较好的行业主要是银行、计算机、传媒、电子和通信等，表现出比较鲜明的科技成长风格；从不同市值表现来看，5 亿元以内的小市值公司（13 家）表现最好，平均涨幅达到 96.9%；5 亿元以上市值公司中大市值表现更为出色，其中 300-500 亿元市值公司加权平均涨跌幅达到 85.8%，而 5-10 亿元公司涨跌幅仅为 39.6%。

仅供内部参考，请勿外传

2）1999-2001 年行情（1999/12/27-2001/6/26）：“519”行情后市场经历了短暂调整后，1999 年底 A 股再度蓄势上涨，本轮行情持续时间较久，延续到 2001 年中。这轮行情中上证综指累计上涨 66.7%，深证成指最高涨幅为 53.8%（至 2001/4/16），沪市表现超过深市。这轮行情跟“519”行情结构有所区别，期间周期和价值股表现好于科技成长，建筑材料、社会服务、机械设备、纺织服装涨幅居前，计算机、家电等涨幅明显落后，银行板块甚至出现下跌；从不同市值表现来看，小盘股整体表现好于大盘股。

图9、“519”行情中主要行业表现[6]

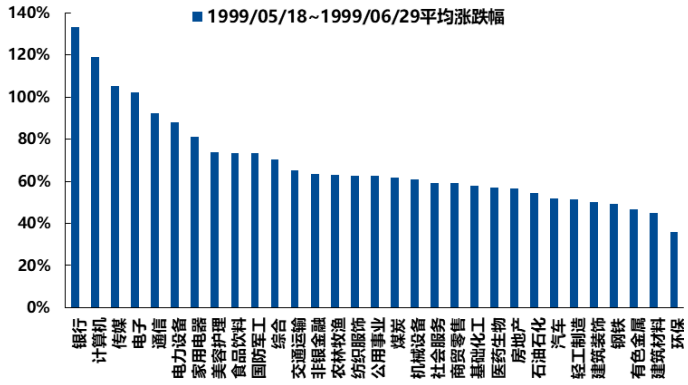
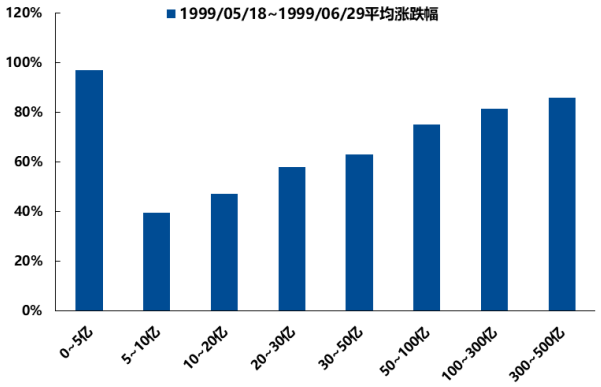


图10、“519”行情中不同市值公司平均涨跌幅



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、1999-2001 年行情中主要行业表现

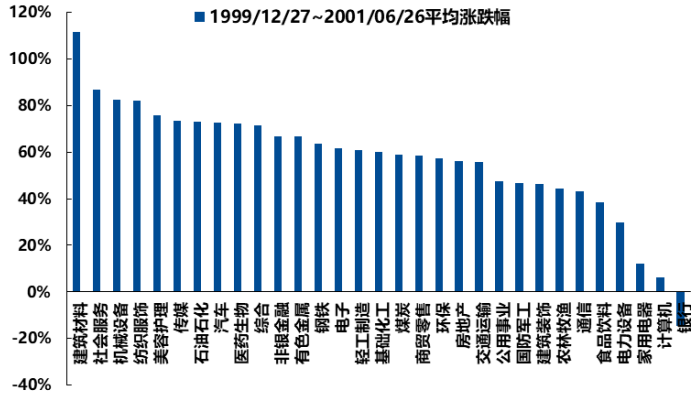
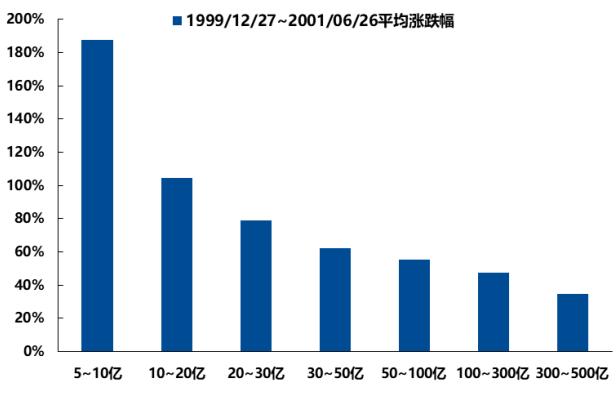


图12、1999-2001 年行情中不同市值公司平均涨跌幅



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）2003-2004 年行情（2003/9/29-2004/4/5）：2001 年我国加入 WTO，且国有企业逐步脱困，中国开始了新一轮的重工业化进程。这段时期内资金供需紧张局

[6] 由于缺乏行业指数数据，本文这里采用各行业公司（包括目前已经退市）平均涨跌幅代表行业表现。

仅供内部参考，请勿外传

面缓解，资本开支意愿较强，市场化程度不断提高，我国储蓄率、资本开支和非国有经济均处于快速发展阶段，有利于重工业化的发展。我国走过了从轻工业化到重工业化、从进口替代到出口主导的发展阶段，这与美国和日本在第一次刘易斯拐点前后经历的历史阶段相类似。2001 年下半年到 2003 年前三季度连续经历了美股科网泡沫破灭、“非典”疫情等冲击，A 股出现持续调整。与此同时，2002 年 11 月证监会正式引入 QFII 机制，外资流入预期对国内价值投资理念形成示范效应。2003 年开年 A 股见底并启动了一轮以“五朵金花”为代表的行情。5 月“非典”冲击下大盘涨势显著放缓；2003 年下半年发布《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，房地产政策转向。但为防止经济过热货币政策一度收紧，大盘回落至年初水平；同年四季度悲观预期充分释放，行情重启并且持续上涨至 2004 年 3 月。期间上证综指累计上涨 33.4%，深证成指累计上涨 35.2%；受益于城市化和重工业化发展预期的煤炭、有色金属、钢铁、石油石化和公用事业等表现居前；涨跌幅与市值规模呈现出正比关系，大市值股票涨幅明显好于小市值；重工业结构性行情印证第一次刘易斯拐点前行情的行业特征。从 2003-2004 年业绩与涨跌幅匹配度来看，煤炭、石油石化、有色金属、钢铁和化工等具有明显业绩驱动特征，股价表现和业绩表现都居前；同期家电、非银金融、耐用消费品和软件服务等业绩压力较大，涨幅较低。因此 2003 年这轮行情就是反映了对于重工业化所推动的经济结构、产业结构以及就业结构的深刻变化。

图13、2003-2007 年资本开支、储蓄率和非国有经济发展共振上行

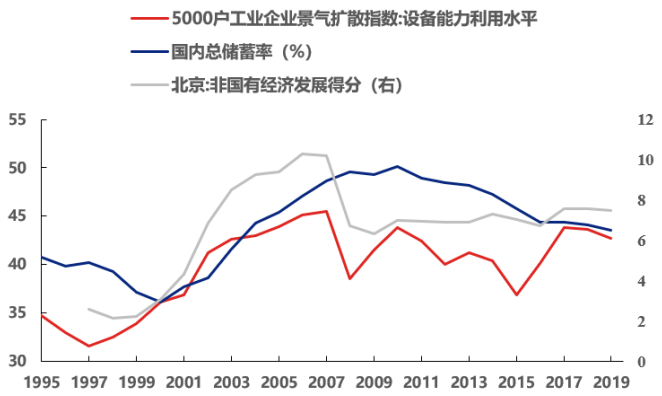
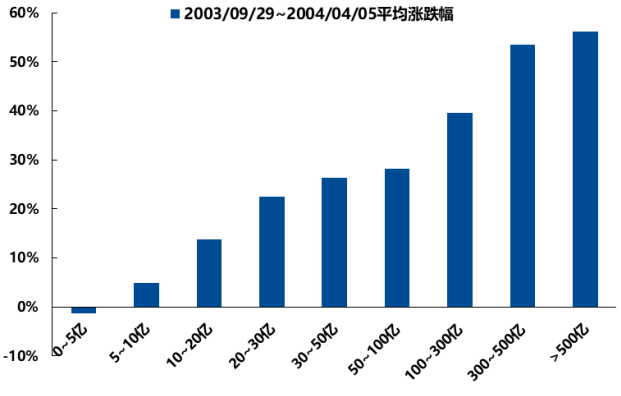


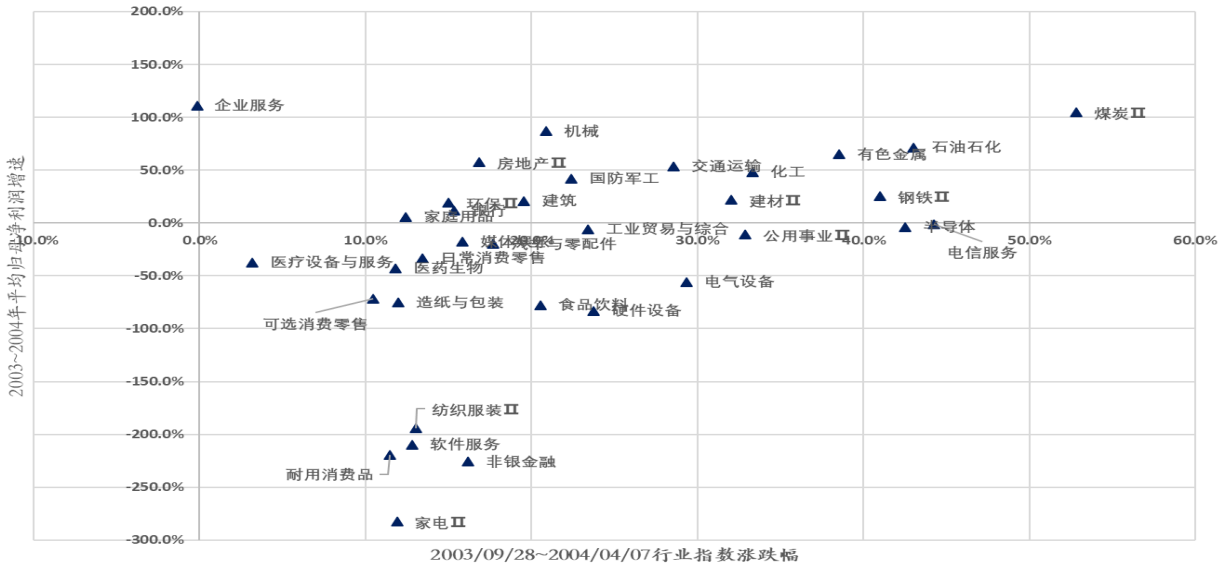
图14、2003-2004 年行情中不同市值公司平均涨跌幅



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图15、2003/9~2004/4 主要行业涨跌幅以及 2003-2004 年业绩表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）行情综述

1）股价分解：从估值驱动向业绩驱动切换。从 A 股股价分解来看，1999 年“519”行情前后，A 股 EPS 同比增速缓慢由负转正，估值增长较快，是这轮行情的主要驱动力量；随后深证综指的 ROE 和上证成指的 ROE 先后在 2001 年和 2002 年见底，在第一次刘易斯拐点来临前，2003 年上证综指的 EPS 出现几乎翻倍的增长，而上证综指估值呈现微增，2003 年“五朵金花”行情主要是由业绩驱动。因此 A 股在第一次刘易斯拐点前经历了从估值驱动向业绩驱动的切换，符合理论预判，亦符合美国和日本的经验。

图16、1999-2005 年 A 股股价结构变化

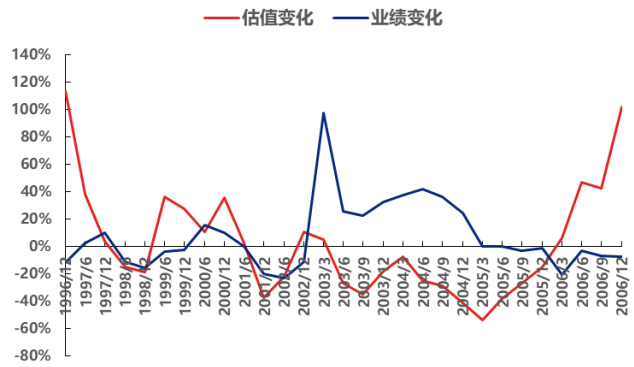
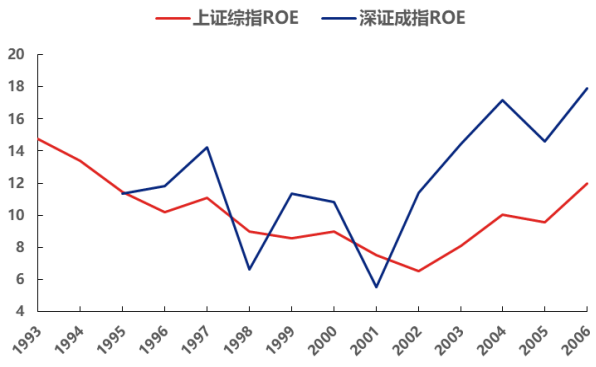


图17、1993-2006 年上证综指和深证成指 ROE 变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图18、1993-2006 年沪指和深指 ROE 分解

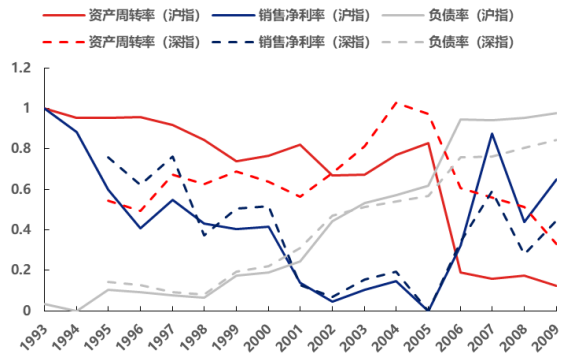
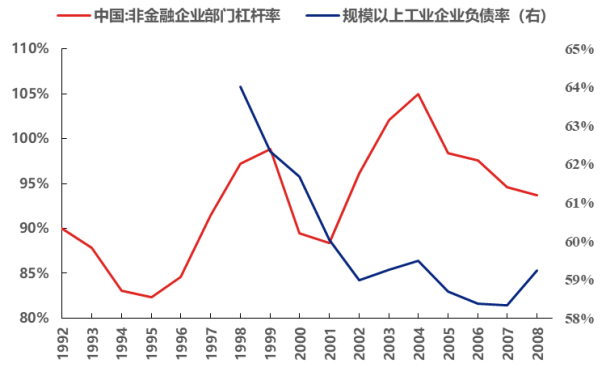


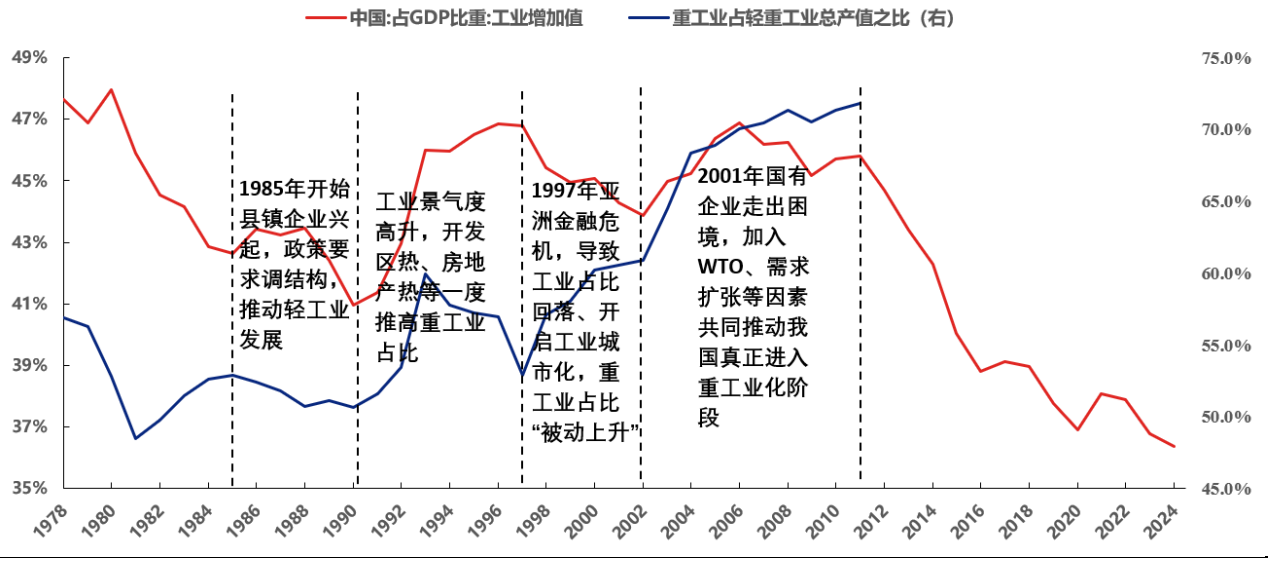
图19、1998-2001 年企业去杠杆



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2）企业盈利分解：主要依赖资产周转率和杠杆率的贡献。分解 A 股 ROE 来看，1993-2002 年 A 股的资产周转率和销售净利率总体呈下行走势，只有企业总体负债率以上行为主。从整体非金融企业或者规模以上工业企业负债表现来看，刚刚经历了亚洲金融危机和去产能的中国企业在 1998-2001 年处于去杠杆阶段，同期上市公司企业整体负债率在经历了 1995-1998 年去化后开始上升。到 2003 年深证成指的资产周转率率先回升，随后两地公司的杠杆率加速上升，但是销售净利率改善并不明显。2003 年行情比较符合第一次刘易斯拐点前后资产周转率和杠杆率驱动的企业盈利改善的预判。

图20、中国重工业化的基本过程



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）1999-2004 年行情反映亚洲金融危机后我国经济进入重工业化发展阶段的预期。1978-1998 年我国从原来优先发展重工业转变为重视发展轻工业，强调轻重工业同步发展。彼时轻工业产品供给严重短缺，以乡镇企业以及实行扩大企业自主权、“两步利改税”改革后的地方国有企业为主体，我国轻工业获得快速发展机

仅供内部参考，请勿外传

遇，并形成“三元经济”结构。1990 年确立以建立有中国特色社会主义市场经济体制改革目标后，开启以家电和轻纺工业快速发展为特征的新一轮轻工业化。期间 1990-1993 年曾因为开发区热、房地产热导致重工业占比一度上升，1993 年国家出台 16 项宏观调控政策抑制经济过热并推动工业化重回轻工业化轨道上来，轻工业占比从 1978 年的 43%上升到 1997 年 47%，并且 1997 年我国机电产品出口占比首次超过纺织品，轻工业化内部结构在同步升级。1997-1998 年亚洲金融危机来袭，工业生产陷入低谷，乡镇企业大量破产，轻工业为主的国有企业陷入困境，工业企业谋求转型。工业化结束“三元经济结构”阶段进入城市化阶段，工业产能向城市集中，推动重工业化比重“被动”上升；2000 年以后我国市场经济机制日臻完善，居民耐用消费品需求不断扩大并升级，基础建设投资需求同步扩张，为新一轮重工业化提供制度和市场条件。2004 年开始我国贱金属（包括钢铁、铜、镍、铝、锌等）制品占比快速上升；与此同时外资企业和私营企业数量和资产规模在经济结构中占比持续上升，我国经济所有制结构不断丰富和优化，资源配置效率不断提升。因此 1999-2004 年见证我国工业化从轻工业化到重工业化、从产业化到城市化、从“三元结构”向“二元结构”、从单一所有制经济向多元化所有制经济重要过渡阶段；从行情结构来看，1999-2004 年行情从炒科技相关小票到建筑材料、纺织服装和机械设备等反映轻工业化和城市化板块，再到钢铁、煤炭、有色金属等反映重工业化、城市化发展预期的转变，充分反映了第一次刘易斯拐点后我国工业化中期发展的预期。

图21、1995-2007 年我国出口结构中机电产品和贱金属加工品占比变化

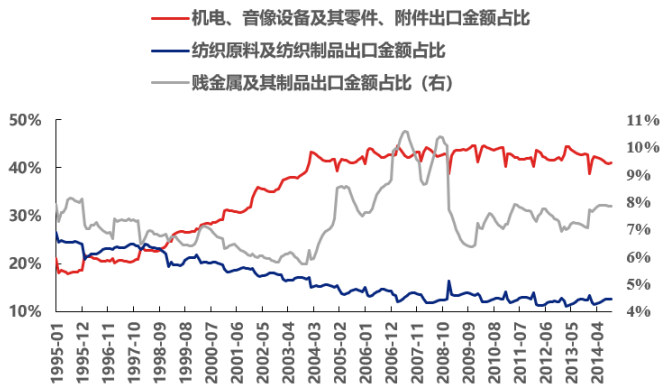
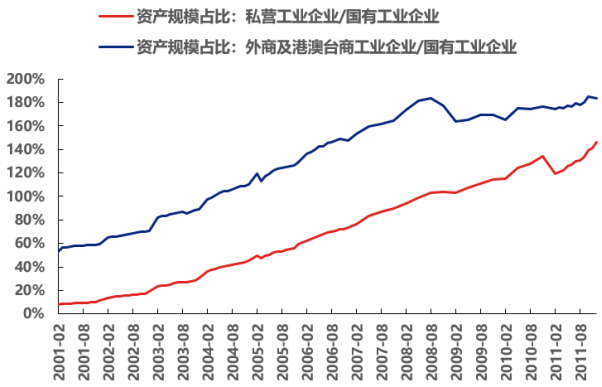


图22、2001 年开始私营企业和外资企业资产规模占比持续上升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、2009-2010 年我国迎来库兹涅茨拐点以及 2006-2010 年行情

（一）2009-2010 年我国迎来库兹涅茨拐点

仅供内部参考，请勿外传

本文判断认为我国在第一次刘易斯拐点后不久的 2008 年左右迎来库兹涅茨拐点。主要理由如下：

1）我国基尼系数在 2009 年（国家统计局测算）或者 2010 年（世界银行测算）前后迎来最高点。无论是国家统计局数据还是世界银行数据表明，中国基尼系数在 2009 或者 2011 年左右见顶，分别为 49.1%和 43.7%。并且我国劳动份额于 2007-2010 年迎来最低点，劳动报酬占比开始升高，表明在持续多年劳动力转移后，收入分配格局得到改观；

2）2010 年我国劳动力变化速度见顶，随后开始劳动力转移速度趋势性下降。根据前述计算，2010 年我国劳动力转移速度达到历史最高值，意味着我国劳动力转移开始进入第四阶段，意味着我国产业结构升级转型进入新发展阶段；

3）2010 年我国消费率和劳动份额见底。如图 5 所示，以支出法计算我国 GDP 中最终消费占比到 2010 年下降到自 1962 年以来的最低值 49.9%，随后逐步升高；如前所述，以实物交易资金流量表计算，2010 年见底。2010 年我国消费率和劳动者份额同步见底回升是收入分配格局变化、消费市场空间打开带来的直接结果。

图23、我国基尼系数变化

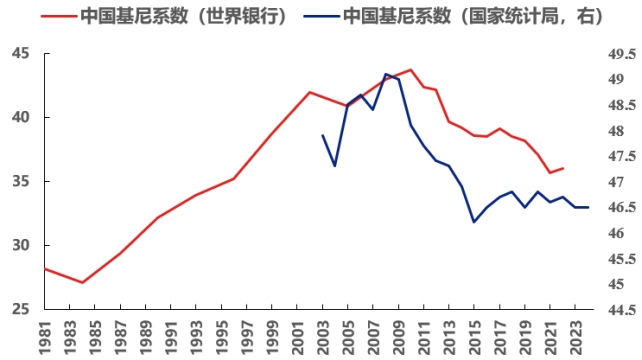
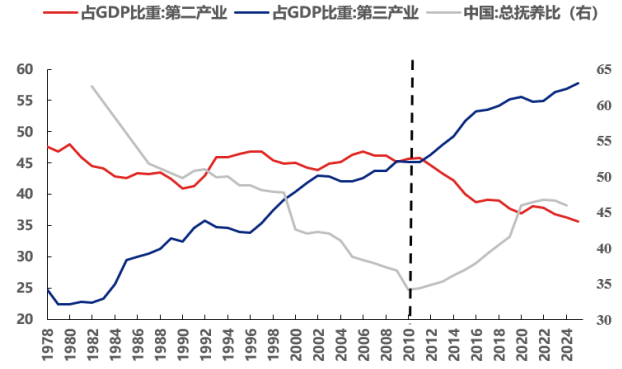


图24、1978 年以来二三产业占比以及抚养比变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4）2008-2017 年行业间工资水平差异小幅下降。如图 6 所示，我国行业间工资变异系数于 2008-2017 年间从 0.35 小幅回落至 0.32，侧面反映库兹涅拐点到来后行业间收入差异的弥合。

5）2009 年第三产业占比赶上第二产业，2011 年开始第二产业占比趋势性下降。改革开放以来我国第二产业占比中枢位于 45%左右水平，第三产业占比持续上升；2009 年第三产业占比达到 45.3%，第二产业占比为 45.2%，第三产业占比第一次超过第二产业；2012 年开始第二产业占比开始快速趋势性下降。产业结构的拐

仅供内部参考，请勿外传

点一方面意味着我国劳动力转移动力和工业化发展进入新阶段；另一方面表明我国收入分配的产业结构效应越来越明显，推动服务业等迎来快速发展时期。

6）2011 年我国城镇化率突破 50%，相当于美国库兹涅茨拐点前水平。2011 年我国城镇化率突破 50%，达到 51.8%，与美国 20 年代水平即库兹涅茨拐点前水平相当（美国 1920 年城镇化率为 51.2%，1930 年为 56.1%）。

7）2010 年我国抚养比迎来拐点。改革开放以后我国抚养比持续下降，至 2010 年达到 34.2%，达到历史最低值，随后开始趋势性上升；人口老龄化问题越来越成为影响我国潜在经济增速、产业发展长期需求空间以及收入分配格局变化趋势的重要因素，对我国长期投资基会产生相应影响。

（二）2006-2010 年行情复盘

A 股迎来轰轰烈烈的 2007-2008 年的全面牛市；期间因为全球金融海啸牛市中断，但于 2009 年实现较为明显的反弹。如果我们把 2007-2009 年看成同一波行情，那么股市于 2007-2009 年充分反映跨过 2009-2010 年库兹涅茨拐点后中国经济的新变化。

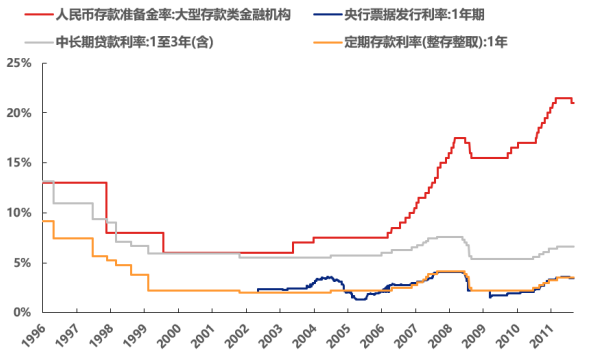
1）2007 年牛市（2006/8/7~2007/10/31）：本轮牛市符合库兹涅茨拐点前行情特征。首先，2006-2007 年我国经济增速和通胀率持续上行，不仅 2007 年二季度经济增速达到 14%历史高值，GDP 平减指数于 2008 年二季度达到 9.5%，是除了 1994 年二季度和 2021 年一季度之外历史最高值，验证《理论篇》中关于库兹涅茨拐点前经济增速与通胀率达到劳动力转移全过程最高值的判断；其次，为了抑制经济或股市过热， 2006 年 7 月至 2008 年 8 月央行将存款准备金率从 7.0%持续提高到 17.5%；2006 年 8 月到 2007 年 11 月同步上调存贷款基准利率；2007 年 5 月末财政部上调印花税率。但是收紧的政策环境并没有实质影响资本市场的流动性环境：其他存款性公司对其他金融性公司负债同比增速持续走高，2007 年 7 月一度达到 57.7%，同期居民存款同比增速维持在负值区间，居民存款搬家现象较为明显；高额贸易顺差带来高额外汇占款，2007 年外汇占款的增量是央行主动投放 M0 增量的近两倍；新成立基金份额持续攀高，机构资金迎来第一个发展高峰期。因此在货币政策收紧情况资本市场依然迎来流动性涌入；第三，2005 年启动的股权分置改革为形成全流通市场、改善公司治理和发挥资本市场定价功能奠定基础，不仅反映库兹涅茨拐点临近对资本市场发展的需求提升，而且也为提高资本市场估值提供制度基础。2006 年 8 月到 2007 年 10 月底，上证综指累计上涨 284.8%，深证成指累计上涨 416.6%；其中上证综指和深证成指 2007 年 EPS 相较于 2006 年分别上涨 78.6%和 16.4%；期间二者 PE（TTM）分别上涨 116.4%和 196.8%。

仅供内部参考，请勿外传

图25、2007-2008 年经济增速与通胀率持续走高



图26、2005-2008 年货币政策持续收紧



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、2006-2007 年基金迎来第一个发展高峰期

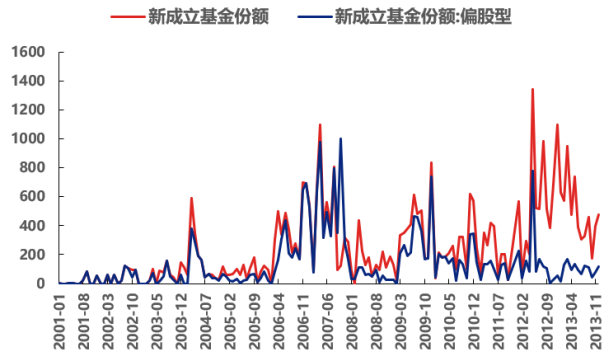
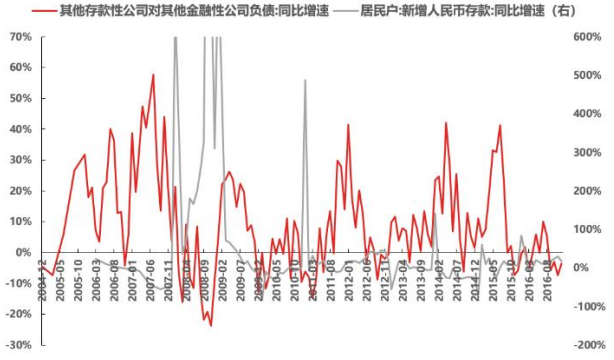


图28、2006-2007 年居民存款搬家



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2006-2010 年 A 股三轮行情

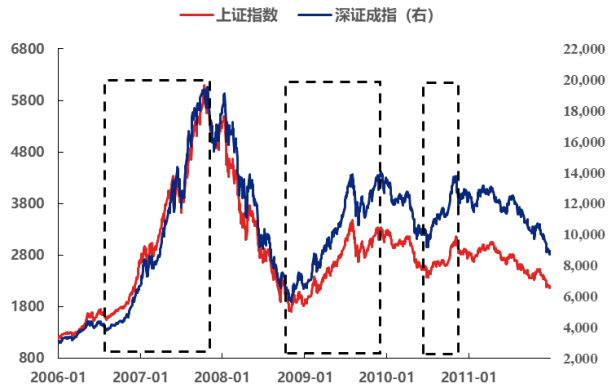
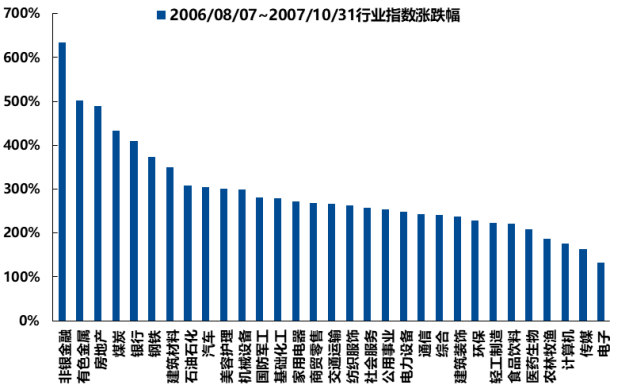


图30、2006-2007 年牛市主要行业涨跌幅



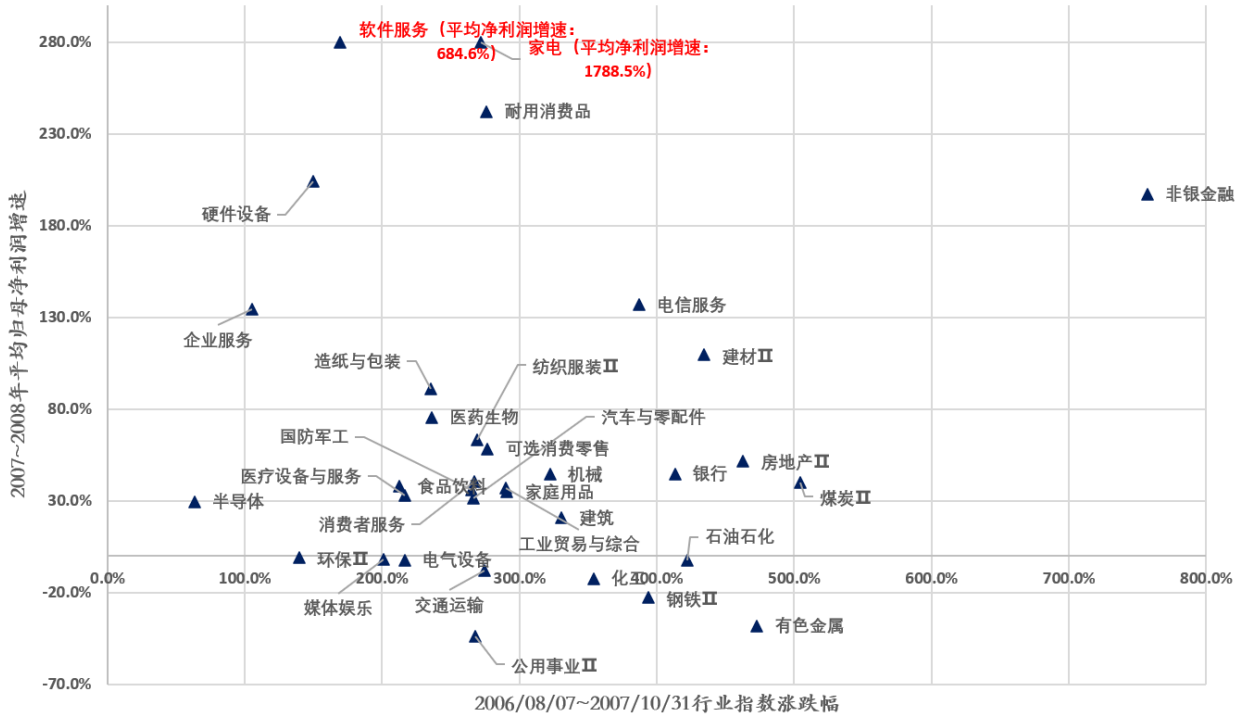
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“蓝筹时代”的牛市。2007 年牛市期间市场风格在大小盘之间切换，但总体来说是以蓝筹股为主的牛市。其原因在于：一方面，2003 年定调房地产为支柱产业，2004 年颁布《土地管理法》，严格土地管理制度，收紧土地供给；在经历 2003-

仅供内部参考，请勿外传

2005 年调整后，楼市于 2006 年开始企稳上行。因此地产链相关的煤炭、有色金属、房地产、建材等行业即便受到金融危机影响，2008 年业绩有所下滑，但股价表现依然居前；另一方面，受益于行情，2007-2008 年非银金融两年平均归母净利润增速达到 196.9%，非银金融行业涨幅居前，平均涨幅达到 757.1%，估值贡献超过业绩贡献。综合来看，库兹涅茨拐点前城市化、工业化发展预期主导本轮市场风格，尤其以 2006 年四季度、2007 年 5 月-10 月大盘股相对走强最为突出。而美国和日本在库兹涅茨拐点前牛市行情中较为受益的家电、汽车和公用事业等在这轮行情表现并不突出。比如 2007-2008 年家电业绩暴增 17.9 倍，但是牛市期间家电股价平均涨幅仅 271.7%。家电、耐用消费品等地产后周期板块虽然兑现业绩，但在经济高增时代规模化竞争日趋激烈，行业竞争格局恶化，且前期涨幅较为充分，市场审美尚未从投资转向消费，因此进入牛市阶段涨幅反而落后，这是明显有别于美国和日本之处。

图31、2006/8~2007/10 主要行业涨跌幅以及 2007-2008 年业绩表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2）2008-2009 年行情（2008/11/4-2009/12/31）：2008 年金融危机冲击来袭，叠加货币政策持续收紧的累积效应等因素，A 股自 2007 年高点持续大幅回撤。2008 年 10 月央行终于开始降准，叠加四万亿刺激计划出台，政策拐点推动 A 股 11 月企稳反弹，直至 2009 年 8 月短暂回调后再度冲高。这轮行情

仅供内部参考，请勿外传

持续约一年，期间上证综指累计上涨 95.6%（2009 年四季度上证综指最高点见于 11 月 23 日），深证成指上涨 147.9%（2009 年四季度深证成指最高点见于 12 月 7 日），市场风格彻底转向小盘股，微利股表现好于绩优股，中证 1000 表现好于上证 50 等。从行业表现来看，本轮行情中汽车、煤炭、有色金属、建筑材料、家用电器等表现居前，非银金融表现已经出现颓势；受益于城镇化快速发展、经济刺激政策和行业政策全面转宽松的房地产板块表现较有韧性，消费类板块走势慢慢开始改善，逐步反映新一轮房地产景气行情和库兹涅茨拐点后较为受益的耐用消费品等。从业绩表现来看，2008-2009 年公用事业和汽车与零配件平均净利润增速提升最为明显，建筑、食品饮料、生物医药等业绩表现不俗；而有色金属、钢铁与日常消费、零售、家庭用品等业绩承压，反映出金融危机冲击下需求收缩影响。

图32、2008-2009 年行情中主要行业表现

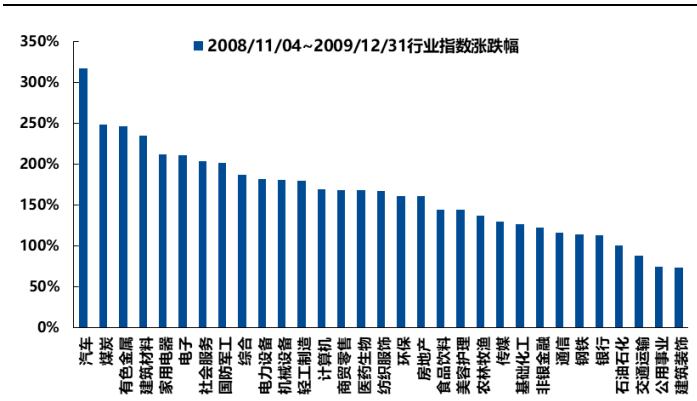


图33、2003-2007 年楼市先抑后扬



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、2010 年行情中主要行业表现

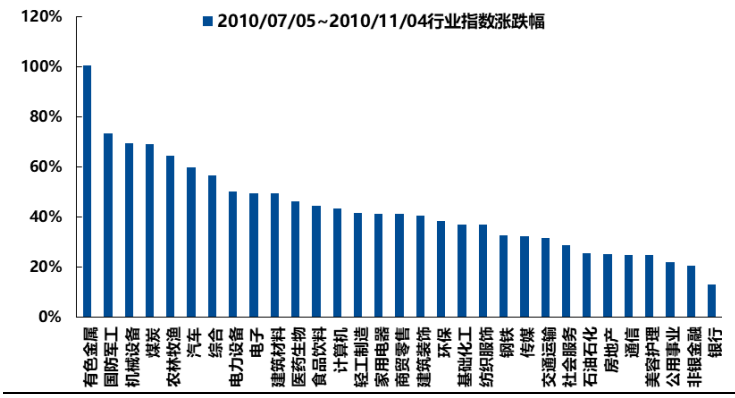
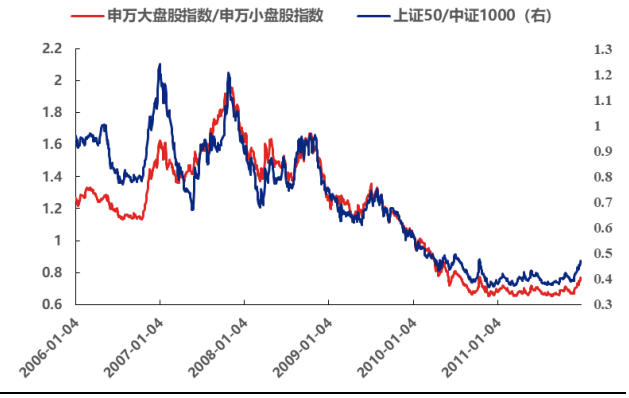


图35、2006-2010 年大小盘相对表现



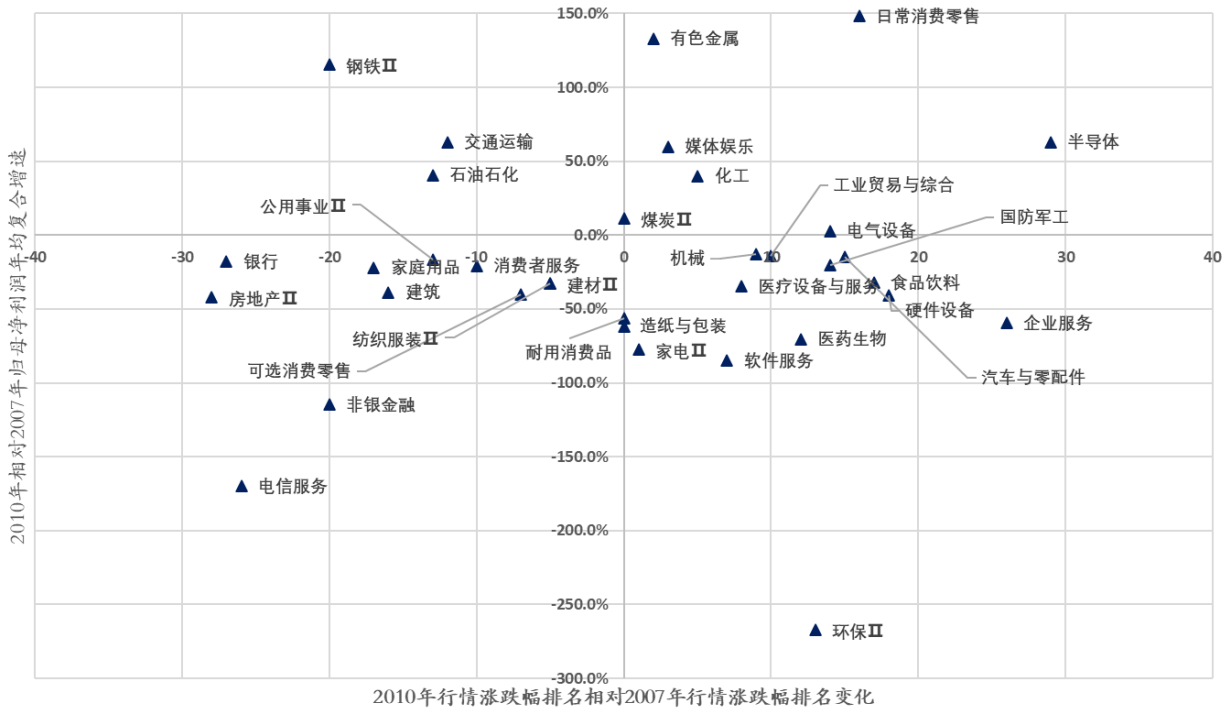
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）2010 年反弹行情（2010/7/5-2010/11/8）：2010 年上半年鉴于通胀率显著走高政策重心再次转向防过热；4 月“新国十条”出台，收紧房地产调控，地产链杀

仅供内部参考，请勿外传

跌；5 月欧债危机扩散，市场谨慎情绪升温。因此 A 股持续调整半年。2010 年 7 月 A 股在消费和科技股带领下开始了一轮反弹；9 月借助美国出台第二轮 QE 预期升温，资源股表现改善助力反弹延续。由于本轮行情已经处于库兹涅茨拐点来临期间，行情演绎到了最后阶段；叠加央行持续收紧银根对抗通胀，因此反弹只持续了 4 个月时间至 11 月初结束。期间上证综指上涨 33.7%，深证成指上涨 50.6%；业绩总体改善，2010 年上证综指和深证成指 EPS 同比增速分别为 19.4%和 32.1%。2010 年正值库兹涅茨拐点，其行业表现与前两次行情存在差异：有色金属是本轮最为受益板块，其次为煤炭、机械、工业贸易等；从 2010 年行情与 2007 年行情比较来看，涨跌幅排名明显进步的有半导体、企业服务、日常消费零售、硬件设备、食品饮料和医药生物等，从 2008-2010 年年均净利润复合增速来看，日常消费零售、有色金属、钢铁、交通运输、媒体娱乐、环保和半导体等改善较为明显。从 2007 年到 2010 年伴随迈过第一次刘易斯拐点并逼近库兹涅茨拐点过程中，劳动份额逐步见底所带来消费结构扩张预期，股市和业绩结构已经悄然开始向日常消费、生物医药、半导体等后周期的消费领域切换，印证了此前《理论篇》预判库兹涅茨拐点带来的产业结构和股市结构变化的命题。

图36、2010 年行情相较于 2007 年行情行业涨跌幅排名和业绩的相对变化[7]



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）行情综述

仅供内部参考，请勿外传

1）股价分解：估值与业绩戴维斯双击。2005 年上证综指整体 EPS 增速依然偏弱，估值显著下行，但降幅在逐步收窄；到了 2006 年随着经济数据的亮眼表现，上证综指和深证成指的 ROE 双双回升，估值几乎同步实现正增长。2007 年牛市期间上证综指估值同比翻倍，业绩增速达到 79%，呈现出估值和业绩双升的局面。2008 年金融危机冲击下 A 股估值和业绩被双杀，上证综指和深证成指的 ROE 双双回落；2008 年四季度央行降准以及四万亿刺激计划实施后，在 2009-2010 年行情期间，上证综指估值再次翻倍，EPS 增速单季度最高回升到 50%。总体来看 2007 年牛市和 2009-2010 年的反弹行情中，均为估值和业绩双驱动行情，比较符合库兹涅茨拐点前后经济结构转型所带来的业绩与估值的双升规律。中国经济此时除了政策刺激以外，在消费、投资和科技等领域已经悄然发生重大变化，实现多点开花，接近美国与日本在经历库兹涅茨拐点前后的第一轮大众消费时代和商业化时代特点。

图37、2004-2011 年 A 股驱动力结构变化

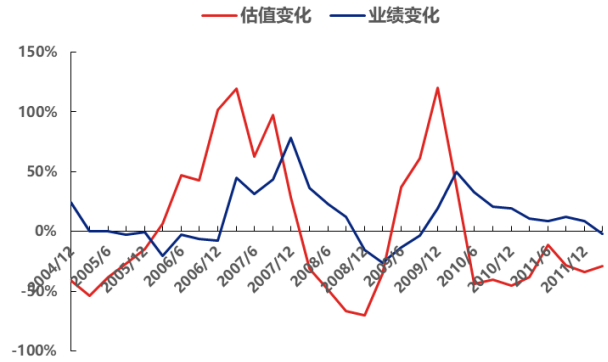
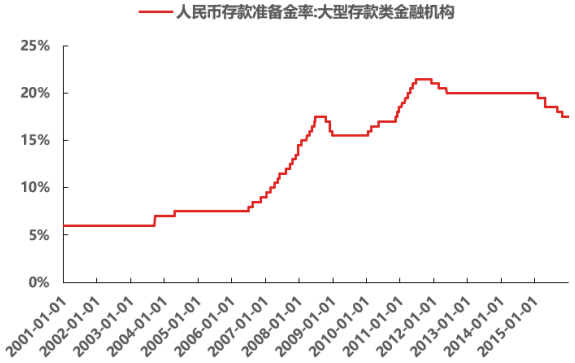


图38、央行于 2008 年四季度降准



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、2001-2011 年上证综指和深证成指 ROE 变化

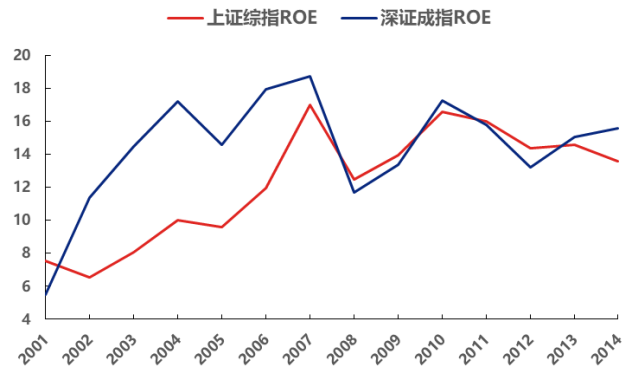
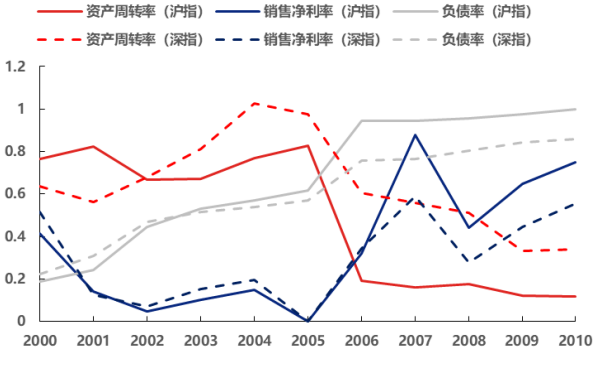


图40、2000-2010 年沪指和深指 ROE 分解



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2）企业盈利分解：销售净利率贡献为主，其次为杠杆率，资产周转率贡献较少。从企业 ROE 分解来看，2005 年期间上证综指和深证成指的销售净利率见底回升，

仅供内部参考，请勿外传

负债率再度上行，但资产周转率出现比较明显的下降；2009-2010 年上证综指和深证成指的销售净利率再度上行，杠杆率保持稳定，资产周转率继续偏弱。因此 2007-2010 年 A 股企业业绩主要驱动力来自于销售净利率，其次为杠杆率，比较符合美国和日本同期经验。

3）2006-2011 年库涅茨拐点来临前经济其他特征及其对行情影响。2006-2011 年期间除了前述关于经济增速和通胀率表现符合库兹涅茨拐点前行情特征之外，还体现在三个方面。首先，2003 年我国确立房地产为支柱产业，城镇化快速提高，城市化生活逐步大众化，经济增长驱动结构以投资和出口为主。2001-2011 年我国投资率和储蓄率持续上行，呈现比较鲜明的第一次刘易斯拐点后经济特征，房地产和建材等在 2007 年行情中股价于业绩兑现度较高。并且 2005-2007 年我国居民和地方政府宏观杠杆率不升反降，非金融企业杠杆率小幅抬升，在刺激政策落地之前，从第一次刘易斯拐点向库兹涅茨拐点过渡过程中销售净利率的作用逐步提高；其次，从劳动力转移来看，2007-2011 年刺激政策出台后建筑业仍然是吸纳劳动力转移最重要的行业，但批发零售、餐饮住宿、金融和房地产等消费于服务业逐步成为吸收劳动力转移的主力行业，劳动力转移结构正在从制造业和建筑业逐步向消费与服务业扩散。从劳动生产率相对变化来看，批发零售和金融业生产效率持续提升，而房地产、建筑等行业生产效率相对下行，表明消费与服务业正日渐成为提升宏观经济效率的新生力量；第三，临近库兹涅茨拐点，劳动报酬占比逐步见底，消费市场临近二阶导拐点。2007 年家电、耐用消费品等行业业绩表现抢眼，2010 年行情中日常消费零售、食品饮料、医药等涨跌幅排名上升较快，市场正在捕捉未来经济动能发展的新方向。

图41、2001-2011 年投资率和储蓄率持续上行

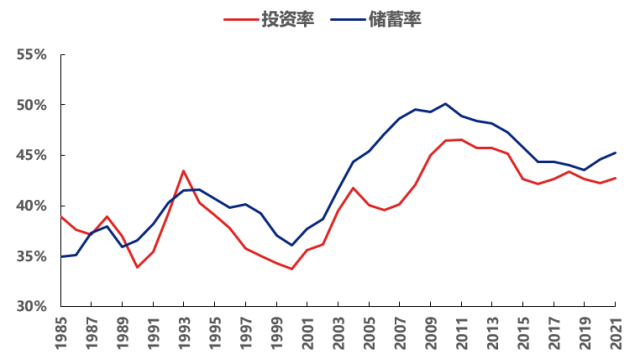
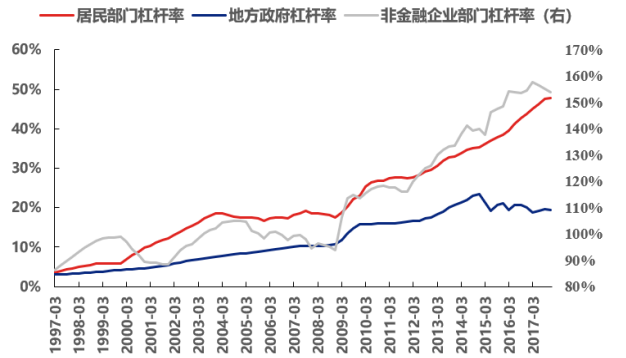


图42、2009 年前居民与地方政府杠杆率不升反降



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图43、不同行业就业人员数变化率比较

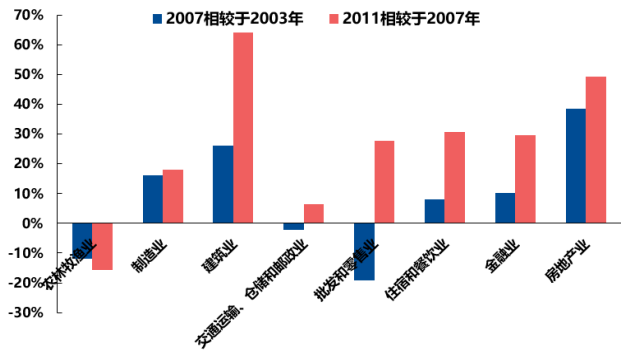
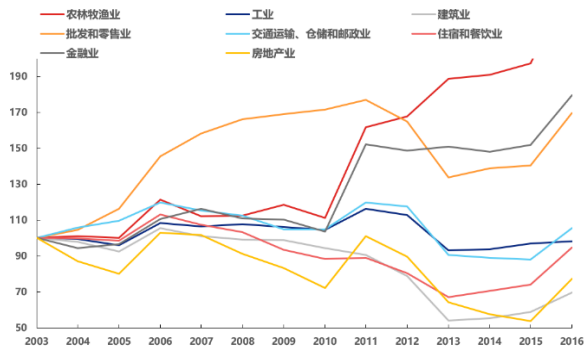


图44、不同行业劳动生产率相对变化比较[8]



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、2016 年我国劳动力转移加速度见底以及 2013-2017 年行情

（一）2016 年我国劳动力转移加速度见底

1）2016 年劳动力转移加速度见底。如前所述，我国于 2016 年迎来劳动力转移加速度的最低点，当时加速度的中枢水平为-0.12pct/year，是目前所经历的劳动力转移过程中农劳比变化加速度的最低点。

2）2016 年第三产业占比首次超过 50%，消费率中枢提升到 55%。如图 7 所示，2016 年我国第三产业 GDP 占比首次突破 50%，达到 52.3%，第二产业占比下降到 39.8%，我国经济结构迎来新的发展阶段；另一方面，如图 4 所示，我国消费率自 2010 年以后持续快速上升，到 2016 年达到 55.6%，此后中枢水平基本维持在 55-57%水平。同期如图 41 所示，2016 年我国投资率和储蓄率分别下降至 42%和 44%，此后波动较前期明显收窄，因此 2016 年开始消费在国民经济中作用渐近稳态水平。

3）2016 年我国劳动份额继续上升，但是行业间收入差异逐步接近新的上升期。如图 4 所示，基于实物交易资金流量表计算，2016 年我国劳动者报酬占比为 50.8%，且继续上升，符合劳动力转移结束前劳动份额持续上升的特征；同时如图 6 所示，2016 年我国不同行业间收入的变异系数已经处于 2002 年以来平台期的最后阶段。即伴随劳动力转移加速度最低点的出现，虽然整体劳动份额还在扩张，但劳动力转移速度降速开始放缓，行业工资水平逐步接近边际生产率。结构性、制度性以及周期性等因素通过边际生产率对于不同行业之间收入差异的影响日渐明显，符合劳动力转移加速度最低点附近的经济特点。

[8] 根据各行业城镇非私营企业就业人员数以及 GDP 不变价计算得到各行业劳动生产率，据此计算各行业逐年劳动生产率变化率后再减去同期人均不变价 GDP 的增速，以统一 2003 年基期读数为

仅供内部参考，请勿外传

4）2016 年我国城镇化率达到 58.8%，城镇化进度慢于美国 50 年代和日本 1960 年水平。2016 年我国城镇化率达到 58.4%，不仅低于美国 50 年代水平，甚至只超过日本 1955 年水平，不及日本 1960 年水平。可能原因在于我国城镇化内外部环境相较于美国和日本更为复杂，制度性和结构性制约因素亟待突破，2011 年后我国城镇化进程持续边际放缓，影响城镇化进度[9]。

5）2016 年我国恩格尔系数水平与上世纪 40-50 年代美国和 1979 年日本接近，且科技相关行业对经济拉动作用开始提升。伴随经济社会持续发展，2016 年我国居民消费水平进一步提高，科技在经济中的重要作用越来越明显。2016 年我国恩格尔系数达到 29.3%，与美国在上世纪 40-50 年代（美国 1953-1954 年迎来劳动力转移加速度最低点）[10]、日本在 1979 年（日本 1974 年迎来劳动力转移加速度最低点）的水平接近，表明我国 2016 年消费结构比较符合美国和日本的在迎来劳动力转移加速度最低点前的经验，即 2016 年我国消费市场空间被进一步打开，迎来新一轮消费升级；与此同时，科技相关行业对 GDP 和第三产业拉动作用于 2017 年开始上升，我国研发支出在 GDP 中的占比于 2018 年开始上升，2016 年后创新驱动、知识经济对经济的拉动作用越来越明显。美国在劳动力转移加速度最低点附近可以观察到研发对 GDP 拉动作用开始显现，开始向知识经济主导经济结构转型。

图45、2016 年我国恩格尔系数水平与日本 1979 年相当

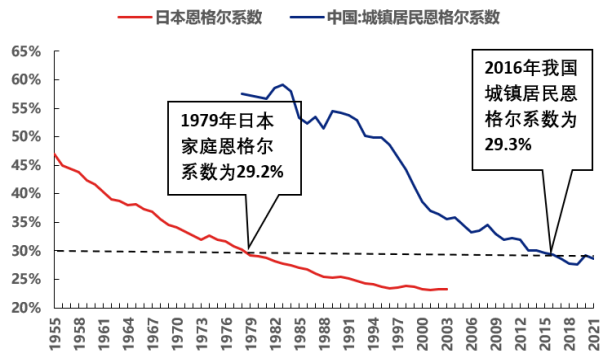
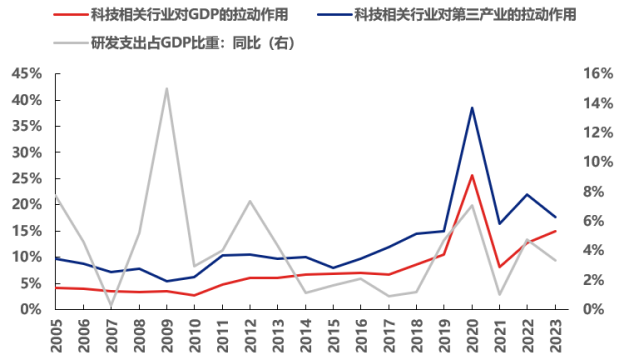


图46、2016 年以来科技相关行业对 GDP 拉动作用提高[11]



数据来源：Wind，《日本统计年鉴》，兴业证券经济与金融研究院整理

[9]结构性和制度性因素部分表现为：刘守英（2018）认为 2009-2016 年我国地方经济进入“以地融资”阶段，土地出让收入、城投债发行达到高峰。但是工业化脱离城市化，居民商服用地供应结构性限制抬高房价，反而造成城市建成区面积快速扩张的同时人口城市化放缓。

[10] 根据 Dora L. Costa（2001）计算，1920 年代美国恩格尔系数从 30%快速下降到 26%以下，随后由于二战影响恩格尔系数于 1940 年代上半叶出现回升，但是在 1960 年之前基本在 22-26%区间波动。

[11] 这里科技相关行业主要指第三产业中科学研究、技术服务和地质勘查业以及信息传输、计算机服务和软件业，以两个行业 GDP 之和逐年变化值在当年 GDP 或者第三产业 GDP 变化值中的占比衡量科技相关行业对经济的拉动作用。

仅供内部参考，请勿外传

（二）2013-2017 年行情复盘

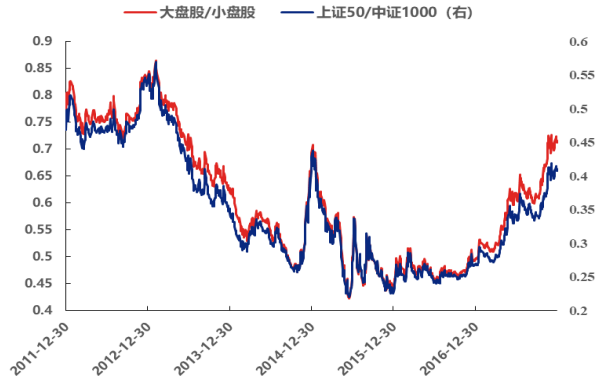
在劳动力转移加速度见底前股市迎来一波牛市行情。这轮行情可以分为三部分：2013 年创业板结构性行情、2014-2015 年牛市和 2015 年的反弹行情。

1）2013 年创业板结构性行情（2012/12/3-2014/2/17）:2009 年 10 月末创业板开市；在“互联网+”等产业驱动下，创业板没有受到“钱荒”影响，于 2013 年初开始走出一轮独立行情。这轮行情可以看作是中国经济在迎来劳动力转移加速度历史底部之前，对于内外因素交织下产业结构发展新阶段的提前反映。2012 年 12 月至 2014 年 2 月创业板指累计上涨 162.5%，同期上证综指仅上涨 9.0%，深证成指上涨 3.0%；行业方面，传媒、计算机、环保、电子和通信行业领涨，煤炭、有色金属和钢铁等以下跌为主，呈现出鲜明的成长股结构性行情特征。从业绩来看，2013-2014 年半导体、电气设备、硬件设备等业绩表现居前，其中半导体平均归母净利润增速达到 272.8%，电气设备达到 105%等；而食品饮料、石油石化、煤炭和有色金属等业绩承压明显。

图47、2013-2016 年三轮行情



图48、2006-2010 年大小盘相对表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、2015 年央行连续降准降息

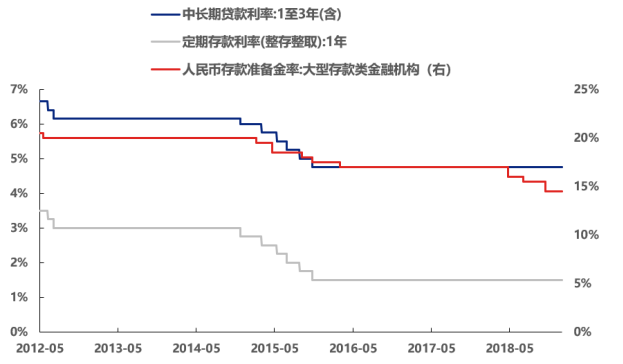


图50、2015 年 6 月两融余额占比达到历史峰值

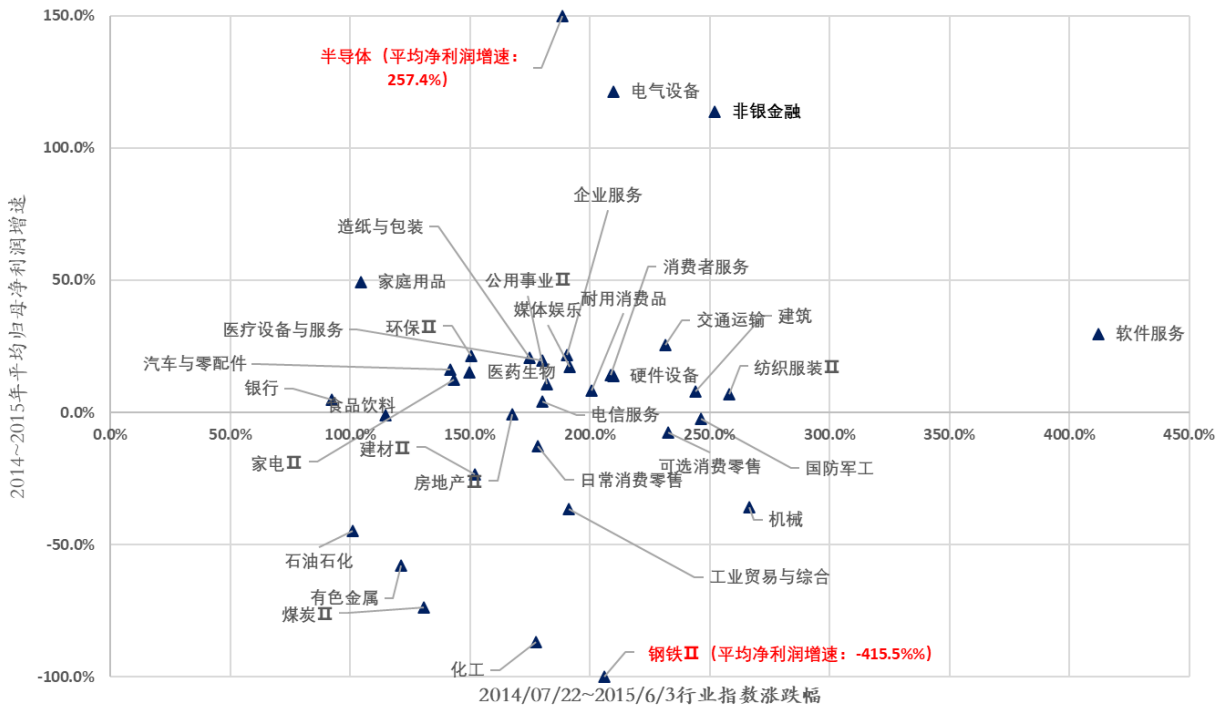


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

2）2015 年牛市（2014/7/22-2015/6/3）：2014 年 5 月“新国九条”发布，IPO 重启以及两融标的扩容，市场低位磨底渐近复苏；在“一带一路”、基建投资等热点推动下蓝筹股在 2014 年 6 月率先见底并开始缓慢上行；鉴于对外贸易出现下滑、经济增速下行压力增大，11 月央行宣布降息，年末创业板在半年震荡期后与主板合兵一处推动行情加速上行；2015 年央行先后五轮降息和四轮降准，杠杆资金持续加速流入，两融余额占流通市值比例达到 6.8%历史峰值，形成 2015 年的牛市行情；2015 年 6 月证监会要求清理场外配资，牛市见顶结束。从 2014 年 6 月到 2015 年 6 月上证综指累计上涨 155.3%，深证成指上涨 152.8%，创业板指上涨 213.1%；计算机、建筑装饰、机械设备、传媒、国防军工等表现居前；美容护理、食品饮料、银行和石油石化等板块表现相对落后。2015 年牛市依然显示出比较鲜明的成长风格；在经历 2013 年结构性行情后大小盘估值差处于历史高位水平，2014 年 10 月到 2015 年初大盘股估值实现结构性修复。因此相较于 2013 年，建筑、机械和军工等表现有所改善。

图51、2014/7~2015/6 主要行业涨跌幅以及 2014-2015 年业绩表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）2015 年反弹行情（2015/8/26-2015/12/22）：2015 年 6 月股市见顶后急跌；8 月 11 日宣布汇率改革后人民币大幅贬值，资本外流，市场继续调整；8 月下旬恐慌情绪逐步出清，市场开始止跌企稳，并反弹至年末；2016 年初因为两次熔断造成本轮反弹行情终结。这轮牛市后的反弹行情中，上证综指累计上涨 24.7%，深

仅供内部参考，请勿外传

证成指累计上涨 41.4%，创业板指累计上涨 61.2%；行业方面，计算机、非银金融、社会服务、房地产和美容护理等涨幅靠前，国防军工、交通运输和煤炭等涨幅靠后，钢铁出现下跌，相较于牛市期间行业结构有所变化。总体来看本轮依然是小盘股占据上风，但是这也是小盘股走强的最后阶段，随后 2016 年开始市场风格切换向大盘风格。

4）2016-2017 年白马股结构行情。经过 2015 年的调整以及年初两次熔断后，A 股于 2016 年初逐步企稳，在迈过劳动力转移加速度最低点后，走出一轮龙头股、白马股为特征的结构行情。期间上证综指从 2016 年 1 月 28 日到 2018 年 1 月 24 日累计上涨 34.0%；深证成指从 2016 年 1 月 28 日二次触底后到 2017 年 11 月 13 日累计上涨 28.8%；而创业板指从 2016 年 4 月到 2017 年 7 月累计下跌 40.3%。其中涨跌幅靠前的行业分别为食品饮料、家电、银行、非银金融、建材和钢铁等；传媒、计算机、国防军工等以下跌为主；大盘股指数明显相较于小盘股指数走高。

（三）行情综述

1）股价分解：业绩驱动到估值驱动，再向业绩驱动切换。2012-2013 年上证综指 EPS 增速涨幅超过 10%，同期估值同比增速徘徊在负值区间。2013 年创业板结构性行情主要由业绩驱动；2014-2015 年宏观经济表现偏弱，A 股业绩同样承压。但与此相悖的是，A 股迎来 2015 年牛市，2015 年中上证综指估值同比增长 114%，呈现出明显由估值驱动的行情；2016 年中开始 A 股估值增速逐步显现企稳，但是反弹幅度有限，反而 EPS 增速出现明显改观，2017 年一季度 EPS 增速达到 14%，超过 2013 年三季度水平。因此从 2013 年创业板结构行情、2015 年牛市再到 2017 年结构行情，A 股经历了从业绩驱动到估值驱动再到业绩驱动的行情，即从增长阶段到乐观阶段和绝望阶段，再到希望阶段，符合劳动力转移加速度前后股市的一般特征。

仅供内部参考，请勿外传

图52、2011-2018 年 A 股驱动力结构变化

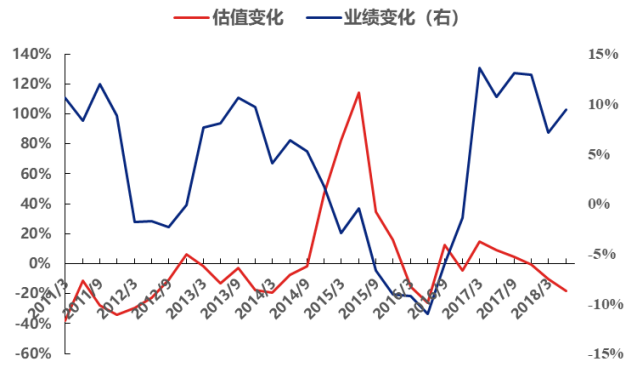
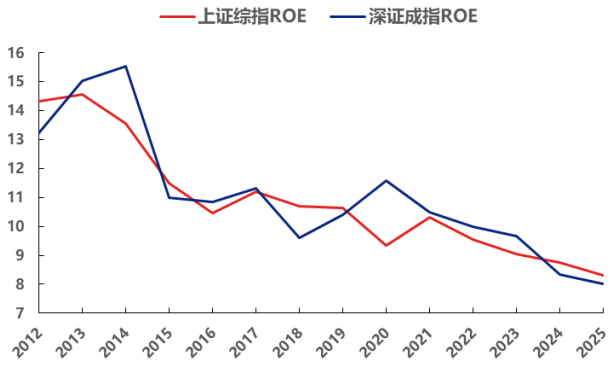


图53、2012-2025 年上证综指和深证成指 ROE 变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2）企业盈利分解：驱动因素结构稳定，杠杆率贡献最高，但边际上更依赖销售净利率。2011 年以后我国经济表现进入中高速阶段，A 股企业整体 ROE 随之趋势性下行；但是 ROE 驱动结构较前期表现更为稳定：杠杆率总体保持历史高位但边际上有所下降，且深证成指杠杆率下降幅度大于上证综指；其次，2012 年后上证综指和深证成指销售净利率水平趋于平稳；第三，资产周转率不仅处于历史低位，而且还继续下行，高周转模式逐步淡出。因此 2011 年以后 A 股企业 ROE 驱动结构较为稳定，杠杆率贡献最高，但边际上更为依赖销售净利率变化。从杠杆结构来看，2011-2020 年居民、企业和政府各部门均处于加杠杆阶段，2017 年后非金融企业部门出现阶段性降杠杆，居民和政府成为加杠杆的主力；但是居民部门在 2020 年后边际上出现持续性负债收缩。因此长期来看，销售净利率越来越成为企业盈利主要驱动力量，这比较符合合理论预判。

图54、2012-2025 年沪指和深指 ROE 分解（标准化）

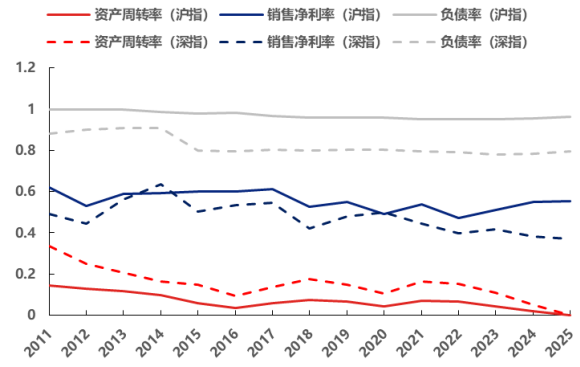
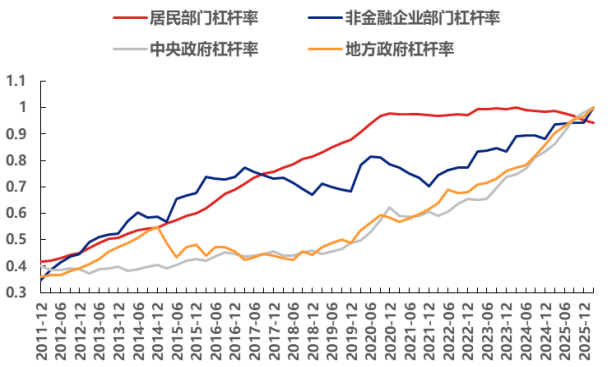


图55、2011-2025 年各部门杠杆率变化（标准化）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）“水牛”不水：2015 年牛市是资本市场逻辑拐点。由于宏观基本面下行与股市估值的大幅上升反差 2015 年牛市经常被市场认为是由杠杆资金拉起来的“水牛”，

仅供内部参考，请勿外传

但是从劳动力转移角度来看，2015 年牛市有其比较扎实的基本面成因和资产价格逻辑，并没有那么“水”。首先，如前所述，2016 年我国迎来劳动力转移加速度最低点，标志着经济从工业化后期迈向后工业化时期，科技创新与消费驱动将越来越成为驱动经济发展的重要动力，2015 年牛市就是在临界点来临前资产价格对于经济发展新阶段的提前反应；其次，经济结构变化带来货币政策有效性提升和资产价格形成机制的重塑。伴随劳动力转移进入新阶段，出口驱动减弱，进口需求扩张，导致经常账户盈余占比下降，贸易顺差减少以及和新增外汇占款减少，并进而改变我国货币供给结构。2016-2024 年我国贸易差额基本维持在 5000-10000 亿美元水平，年增速保持在 20%左右，结束了大幅波动的历史阶段；与此相应的，我国外汇占款 2016 年以后基本保持在 2.1 万亿元的水平窄幅波动，2016 年后新增外汇占款与 M0 增量占比维持在 0 附近，货币政策的“自主性”和逆周期调节有效性得到提升，流动性波动在资产价格形成机制中的作用逐步下降，改变了资本市场运行的底层逻辑；第三，2016 年以后债务周期下行同时推高股权溢价，使得故事更加具备长期配置价值。2016 年以后我国债务周期开始转入下行阶段：一方面如前所述，伴随进入工业化后期，债务经济逐步式微，企业和居民部门先后从加杠杆向去杠杆过渡，经济负债意愿降低；另一方面，2015 年开始我国启动多轮化债，加速债务周期下行，创新驱动与盈利能力价值凸显，股权资产获得溢价。因此伴随劳动力转移进程进入最后阶段，城投债信用利差的持续收缩，A 股的风险溢价趋势性抬升，股权资产配置价值逐步提升。

图56、2016 年以来贸易顺差趋于稳定以及货币供给的“自主性”提升

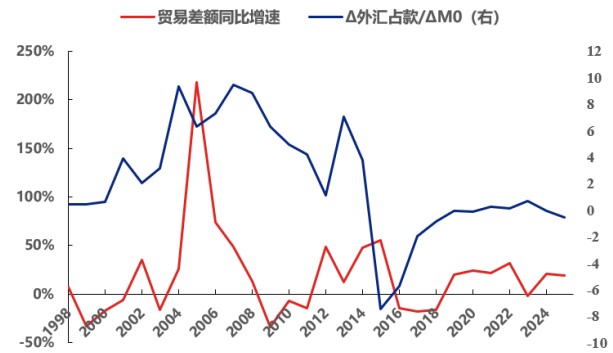


图57、2016 年以来伴随化债股权溢价显现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、实证总结：中国经验基本符合理论预判

1）我国经济增速和通胀率表现基本符合劳动力转移理论预判。如图 25 所示，纵观 1992 年以来我国实际 GDP 增速和平减指数增速表现，1998-2008 年我国实际 GDP 增速和通胀率整体处于上升趋势中，不计 2021 年疫情冲击的基期效应造成

仅供内部参考，请勿外传

经济增速短暂冲高，2007-2008 年经济增速和通胀率达到 1997 年以来的最高值，即便 2009-2011 年在刺激政策作用下，GDP 平减指数最高水平也没有超过 2008 年的最高值；2010 年以后我国经济增长和通胀率水平中枢以下行为主，经济整体波动性趋势性降低，符合《理论篇》中关于库兹涅茨拐点前经济与通胀增速达到最高值的判断，亦符合美国和日本经济经验。

2）劳动力转移每个阶段 A 股表现基本符合理论预判结果。如前所述，伴随我国劳动力转移过程，1999 年以来 A 股经历了四个发展阶段。其中库兹涅茨拐点前 2006-2007 年牛市是累计收益率、年化收益率和年化波动率都最高的行情，同时也是夏普比率最高（达到 3.9）的行情；其次为劳动力转移加速度最低点前 2014-2015 年牛市表现次之，再次是 1999-2004 年牛市，后面二者夏普比率分别为 3.8 和 0.4，基本符合劳动力转移过程的理论预判。但是也要看到，A 股波动率超过了同期的美股和日股，不同行情之间夏普比率的落差超过了美股和日股，急涨急跌的特征较为明显。2016-2018 年 A 股行情表现出波动率下降、夏普比率下降的特征，开始逐步显现出迈过劳动力转移加速度最低点后行情特点。

从股价驱动因素结构角度来看，1999-2018 年 A 股先后经历了业绩驱动、业绩和估值双驱动，以及业绩向估值驱动切换。其中 1999-2004 年业绩实际增长达到 22.9%，同期 PE 增长率仅为 8.6%；2006-2007 年业绩实际增长达到 70.4%，PE 估值增长为 131.3%，呈现出明显的业绩和估值双驱动；2014-2015 年实际业绩下降 10.3%，PE 估值提升 155.2%，因此 A 股过去经历股价驱动因素结构变化基本符合理论预判。此外，2016-2018 年的白马股行情再度向业绩驱动切换，期间业绩增长 10.0%，PE 增长 36.6%，初步显现出劳动力转移加速度最低点后的行情特征点。

从企业盈利驱动因素结构角度来看，1999-2015 年 A 股先后经历了高杠杆和高周转驱动为主、高杠杆向高盈利切换、销售净利率驱动为主三个阶段。伴随经济结构转变，高周转驱动的盈利模式逐步让位于基于产业差异化、市场份额提升和技术竞争力的核心竞争模式，盈利能力逐步成为决定企业业绩表现的最核心的因素。但是也要看到 2016-2018 年企业盈利三大因素结构渐趋平衡。当中国劳动力转移进入第二次刘易斯拐点“冲刺期”，经济周期逐步平滑化，债务周期会步入下行阶段，影响企业未来长期价值因素更多集中于盈利驱动、创新驱动等核心要素，销售净利率作用会越来越明显。

从市场风格变迁来看，1999-2016 年 A 股经历了从小盘股向大盘股切换、小盘股为主再到大盘股风格的过程，基本符合理论的预判。

仅供内部参考，请勿外传

表 2、劳动力转移视角下 A 股实证结果[12]

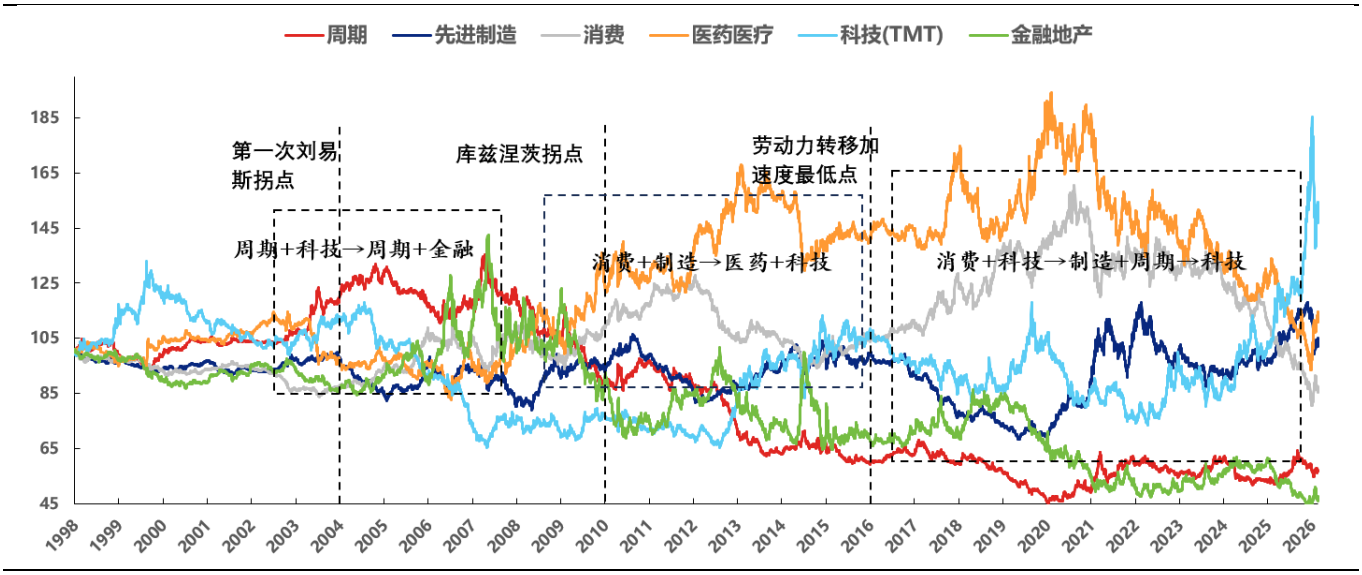
		第一次刘易斯拐点		库兹涅茨拐点		劳动力转移加速度最低点		
		理论预判	A 股实证	理论预判	A 股实证	理论预判	A 股实证	
行情表现	起讫时间	——	1999/05—2004/04	——	2006/08—2007/10	——	2014/06—2015/06	2016/01—2018/01
	指数涨跌幅	持续上升	67.7%/13.6%[13]	收益率最高	293.7%/122.3%	收益率次高	155.3%/98.4%	34.0%/14.5%
	指数波动率	逐步增大	23.2%	波动率较高	30.6%	有所回落	24.6%	13.8%
	指数夏普比率	——	0.4	——	3.9	——	3.8	0.8
股价驱动因素	定性描述	业绩驱动为主	从估值驱动向业绩驱动切换	业绩与估值双驱动	估值和业绩双驱动	估值驱动为主	业绩驱动到估值驱动	向业绩驱动切换
	EPS 变化率	——	29.6%/22.9%[14]	——	78.6%/70.4%	——	-9.1%/-10.3%	14.1%/10.0%
	PE 变化率	——	8.6%	——	131.3%	——	155.2%	35.6%
企业盈利驱动因素		高杠杆和高周转驱动为主	高杠杆和高周转驱动为主	主要依赖资产周转率和杠杆率的贡献	高杠杆向高盈利切换	销售净利率贡献为主，其次为杠杆率	销售净利率驱动为主	杠杆率、销售净利率和资产周转率保持稳定
市场风格		大盘股为主	小盘股向大盘股切换	小盘股占上风	大盘股向小盘股切换	小盘股向大盘股切换	2013-2015 年小盘股总体占上风	2016 年开始向大盘股切换

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

[12] 以下计算结果基于证综指相关数据；
[13] 累计收益率/年化收益率，以下同；
[14] 名义 EPS 变化率/剔除通胀因素后的实际 EPS 变化率，以下同。

仅供内部参考，请勿外传

图58、2000-2026 年 A 股不同行业累计超额收益表现比较[15]



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3）劳动力转移每个阶段 A 股行业结构表现比较符合理论预判，并展现出我国工业化特征。1999-2008 年，除了“519”行情中受纳斯达克映射影响科技股走高之外，基本全程受重工业化+高通胀预期影响周期股都占据了明显优势，符合第一次刘易斯拐点前后的行情特点以及美日的经验。在此期间科技股和金融股阶段性走高；2007 年开始医药和消费股行情逐步展开，金融危机后制造业迎来阶段性行情。库兹涅茨拐点前消费股迎来行情，但是消费景气主要集中于食品饮料、家电和医药，作为耐用消费品和城市化生活普及最具代表性的汽车表现不及美股和日股；2012 年限制“三公消费”后，食品饮料走弱，2013 年开始科技板块再度走强，但是医药股基本维持强势表现；2015 年牛市期间周期与金融相对表现较差，2016 年开始医药与消费再度携手主导 A 股表现，劳动力转移加速度最低点前医药股再次表现强势；直到 2021 年疫情后新能源+周期一度占据上风；2024 年开始科技股迎来 A 股史上最大的一波结构性行情。

总体来看，伴随劳动力转移进入不同阶段，A 股主导行业实现从周期到消费再到科技股的切换，比较符合理论预判和美股和日股的经验。但是比较同期 A 股、美股和日股的行业整体表现来看，A 股行业表现差异展现出我国工业化过程的特殊性。我国迈过第一次刘易斯拐点后的 2006 年到 2021 年初食品饮料、家电和医药成为表现最好的三个行业；而 1973-1989 年日本股市（涵盖日本经历库兹涅茨拐点前到劳动力转移加速度最低点的行情）表现最好的行业为医药、媒体、电信设备和航空航天与国防；1926-1959 年美股（涵盖美国经历库兹涅茨拐点前到劳动力转移加速度最低点的行情）表现最好的行业为商务设备、化工、汽车、办公用

[15] 2000 年 1 月 4 日之后数据为申万行业指数涨跌幅计算，2000 年 1 月 4 日之前数据根据不同行业公司的平均涨跌幅计算。

仅供内部参考，请勿外传

品、酒饮和医疗健康等。可以看出医药股是工业化期间各国均表现较好的行业，但是日股和美股行业中 TMT、制造业表现好于 A 股（如日股中电信设备、军工、电子与电气设备等表现位居前列，美股中化工、汽车等保持长期超额收益），A 股的长期优势行业过于集中于消费股（如涨幅靠前的为食品饮料、家用电器、医药、美护和社会服务等）。如果从劳动力转移角度来看，在劳动力转移过程中资源配置优化是最核心的增长驱动力，而消费行业由于属于竞争较为充分的民生领域，比较容易受益于经济体制改革、价格形成机制改革、民营资本结构扩张、劳动力转移带来的消费市场快速扩张等一系列优化资源配置效率的历史契机，并具有全球市场竞争力，业绩成长性和稳定性较强（如图 62 所示，消费行业 ROE 水平的稳定性和股价增长稳定性匹配度好于其他行业），因此成为最为受益的板块。同样的，在美国和日本工业化过程中美国的汽车业、日本的医药业和半导体等都是各自工业化过程中发展速度和稳定性较为突出且具备全球竞争力的行业。

图59、2006-2021 年 A 股不同行业涨幅比较

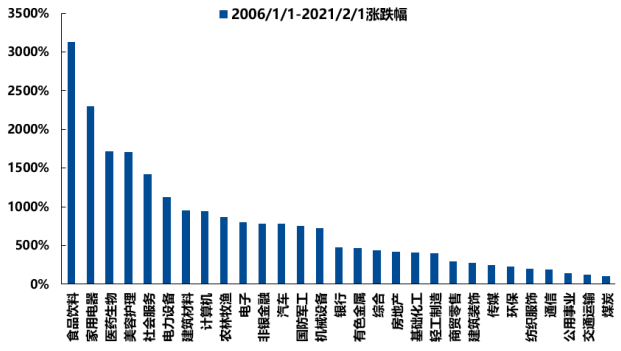
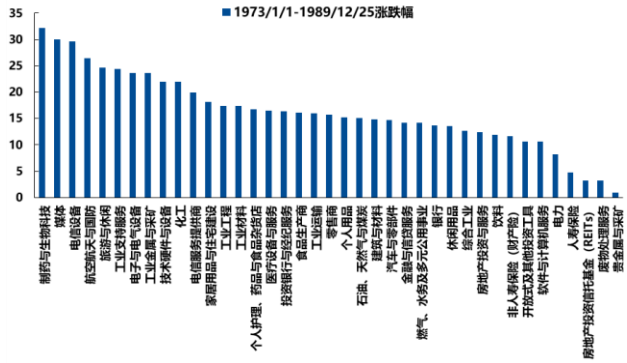


图60、1973-1989 年日股不同行业涨幅比较



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、1926-1959 年美股不同行业涨幅比较

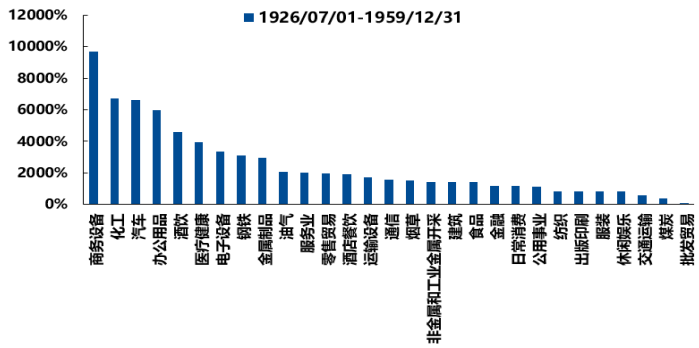
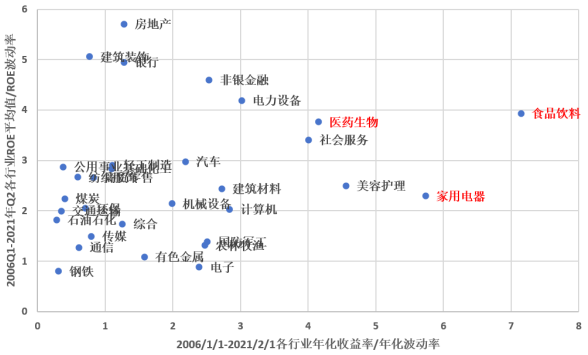


图62、2006-2021 年 A 股各行业业绩增长的稳定性与股价增长稳定性之间关系



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：劳动力转移进程不确定性、全球政经格局变化超预期、理论模型与现实偏差较大、外部冲击超出预期等

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

0