

淘金创业板

[相关图表、数据](#)

报告要点

■ 舆情指标：倾向看多

本周市场情绪很高，除了周四每天都在 70 以上，而且分歧也不大，具体数据见下表。在周五跳水之前，市场的走势和人气都很乐观；从历史数据来看，下周行情上涨的概率较大。

■ 美国消费需求出现复苏迹象

美国商务部公布的报告显示，8 月份零售额增长 2.7%，超出预期。美国 8 月份零售额大幅上升，因汽车经销商从“旧车换现金”计划中获利，得到了政府购车补贴计划的大力支持；此外，其他商品的零售商也因消费状况意外好转获益良多。虽然零售额大幅上升主要来自于汽车和汽油销售，但其他商品的零售额也增长 0.6%；8 月份汽车及零部件零售额增长 10.6%，创下 2001 年 10 月份增长 25.6% 以来的最高水平，不包括汽车的零售额增长 1.1%。对此，我们认为零售额起稳的迹象明显，但强劲复苏预计要在明年才能出现。

分析师：张 凡
8621-68751691
zhangfan@cjsc.com.cn

■ 创业板不会对主板市场产生决定性的影响

创业板所占主板市值的比例各个国家都不是很大，最大的韩国为 10%，而香港还不到 1%，A 股的中小板市值占总市值的 5% 左右，因此从全球来看创业板的都不会对主板市场形成决定性的影响。

联系人：杨靖风
8621- 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

■ 指数化配置创业板初期有超额收益

成熟市场创业板在刚开始有超额收益率，英国维持了 5 个月的超额收益，香港维持了不到 3 个月的超额收益，但是从中长期来看并没有超额收益率，而新兴市场创业板有长期超额收益率的可能。因此，在创业板开市之时，我们认为如果指数化配置创业板会有远超主板市场的收益率，但是从长远来看，这个结论不一定成立。不过有中小板市场的经验，中国的创业板长期也可能存在超额收益。

■ A 股市场过渡期

中美经济周期暂时的不同步导致中国的 A 股市场存在一个过渡期，所以在美国经济触底之后补库存之前，我们的市场有一个等待的静默期。这个过渡期并不会像 2008 年的情况，正如我们所看到的经济数据，企业的情况正在好转，因此市场并不缺乏热点，但是从整体来看市场仍然存在调整的压力。

舆情指标：倾向看多

本周市场情绪很高，除了周四每天都在 70 以上，而且分歧也不大，具体数据见下表。
在周五跳水之前，市场的走势和人气都很乐观；从历史数据来看，下周行情上涨的概率较大。

注：需要说明的是，我们的舆情指标是一种网络文本挖掘技术，是根据媒体的舆情信息来计算的指标，根据我们的研究，它对于中期判断非常有帮助，而短期指标波动较大。

表：舆情指标本周数据

日期	舆情	分歧	沪深 300
2009-9-14	74.12	37.66	3293.39
2009-9-15	73.04	38.76	3302.64
2009-9-16	75.81	38.90	3258.24
2009-9-17	62.50	42.50	3320.10
2009-9-18	77.98	36.54	3199.69
平均	72.69	38.87	3274.81

资料来源：长江证券研究部

全球股市及 A 股市场

美国：房地产市场继续回暖

表：美国本周重要经济数据回顾

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
8 月 24 日	美国	工业品出厂价格指数(月环比)	AUG	1.70%	-0.90%	--
8 月 25 日	美国	出厂价指除食品与能源(月环比)	AUG	0.20%	-0.10%	--
9 月 15 日	美国	工业品出厂价格指数(同比)	AUG	-4.30%	-6.80%	--
9 月 15 日	美国	出厂价指除食品与能源(同比)	AUG	2.30%	2.60%	--
9 月 15 日	美国	商品零售额	AUG	2.70%	-0.10%	-0.20%
9 月 15 日	美国	除汽车外零售额	AUG	1.10%	-0.60%	-0.50%
9 月 15 日	美国	营运存货	JUL	-1.00%	-1.10%	-1.40%
9 月 15 日	美国	ABC 消费者信心指数	14-Sep	-49	-48	--
9 月 15 日	美国	消费价格指数(月环比)	AUG	0.40%	0.00%	--
9 月 16 日	美国	消费价指除食品与能源(月环比)	AUG	0.10%	0.10%	--
9 月 16 日	美国	消费价格指数(同比)	AUG	-1.50%	-2.10%	--
9 月 16 日	美国	消费价指除食品与能源(同比)	AUG	1.40%	1.50%	--

9月16日	美国	CPI 核心指数经季调	AUG	219.692	219.543	--
9月16日	美国	消费价格指数-无季节调整	AUG	215.834	215.351	--
9月16日	美国	经常项目结存	2Q	-\$98.8B	-\$101.5B	-\$104.5B
9月16日	美国	工业产值	AUG	0.80%	0.50%	1.00%
9月17日	美国	设备使用率	AUG	69.60%	68.50%	69.00%
9月17日	美国	新宅开工指数	AUG	598K	581K	589K
9月17日	美国	建筑许可	AUG	579K	560K	564K
9月17日	美国	首次失业人数	13-Sep	545K	550K	557K

资料来源：长江证券研究部

其他发达经济体：德国 PPI 环比实现正增长

表：其他经济体本周重要经济数据回顾与评论

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
9月15日	日本	机床订单(同比)	AUG F	-71.50%	-71.30%	--
9月15日	英国	消费价指(月环比)	AUG	0.40%	0.00%	--
9月15日	英国	消费价指(同比)	AUG	1.60%	1.80%	--
9月15日	英国	核心消费价指同比	AUG	1.80%	1.80%	--
9月15日	英国	零售物价指数	AUG	214.4	213.4	--
9月15日	英国	零售价格指数(月环比)	AUG	0.50%	0.00%	--
9月15日	英国	零售价格指数(同比)	AUG	-1.30%	-1.40%	--
9月16日	欧元区	欧元区消费价指(月环比)	AUG	0.30%	-0.70%	--
9月16日	欧元区	欧元区 消费价指(同比)	AUG	-0.20%	-0.20%	-0.70%
9月16日	欧元区	欧元区核心 CPI (同比)	AUG	1.30%	1.30%	--
9月17日	英国	零售销售额(月环比)	AUG	0.00%	0.40%	0.20%
9月17日	欧元区	建筑业产值经季调月环比	JUL	-2.00%	-1.10%	-0.30%
9月18日	德国	生产价格(月环比)	AUG	0.50%	-1.50%	--
9月18日	德国	生产价格(同比)	AUG	-6.90%	-7.80%	--
9月18日	欧元区	欧洲央行欧元区经常账户 季调	JUL	6.6B	-5.3B	-4.3B
9月18日	欧元区	欧元区经常账项 季调前	JUL	8.8B	-0.3B	0.8B

资料来源：长江证券研究部。

一周经济评析：美国消费需求现复苏迹象

本周二，美国商务部公布的报告显示，8月份零售额增长2.7%，超出预期。美国8月份零售额大幅上升，因汽车经销商从“旧车换现金”计划中获利，得到了政府购车补贴计划的大力支持；此外，其他商品的零售商也因消费状况意外好转获益良多。虽然零售额大幅上升主要来自于汽车和汽油销售，但其他商品的零售额也增长0.6%；这是汽车及汽油以外商品的零售额6个月来第二次实现增长。该零售额报告显示，8月份汽车及零部件零售额增长10.6%，创下2001年10月份增长25.6%以来的最高水平。不包括汽车的零售额增长1.1%。对此，我们认为零售额起稳的迹象明显，但强劲复苏预计要在明年才能出现：

零售额环比增长的最大贡献来自于两块，一方面是汽车及零部件，这主要受益于美国政府于七月底推出的旧车换现金计划，几乎有60亿美元的零售增长来自于汽车刺激计划。另一方面是汽油开支。由于汽油价格的回升，汽油消费支出在8月出现了一定的环比回升。但仅从环比变化看还不够，从同比可以看出，这两块也是过去一年零售额下滑幅度较大的部分。对于汽车销售，我们持这样的看法，在30亿美元旧车换现金计划到期结束后，汽车销售可能在未来三个月出现自然滑落，这主要有以下几个方面因素，第一是一些准备在年底购买汽车的消费者可能提前参与了该计划，以获得一定的补助；第二是那些曾经犹豫购买汽车的消费者在这一计划的刺激下参与了购买，这将消耗一定的潜在消费者；第三，根据美国EDMUNDS公司对于消费者汽车购买计划的调查，8月底消费者的购买意愿已经从7月底最高峰跌落50%，而7月底是该刺激计划刚刚推出的时间点，目前的购买意愿已经比6月份的平均水平还低11%。分部门来看，与7月环比相比增速均有所回升，增速出现回落的只有家具，事实上，从同比看更能反映这些部门需求起来的变化，我们看到除了汽车汽油外，同比变化收窄的主要有电子电器、服饰和一般商品。目前家具需求的弱势似乎仍然维持，可能仍受累于房地产的疲弱反弹；对于汽油等能源消费，我们认为油价的不断攀升将明显压制美国的消费复苏，今年内在汽油库存拖累和真实需求不稳的背景下，油价难以保持持续上升的态势。

总的来看，8月份不包括汽车和汽油的零售额上升0.6%，正如我们之前指出的那样，零售数据未来仍将受制于两个因素，一是失业率仍在攀升，8月份已经达到9.7%，预计最终将达到9.9%，所以经济复苏仍然不稳定，更为重要的是就业人数仍在持续下滑，目前我们预计就业人数将在明年一季度出现一定的正增长，这将成为一个积极的信号，而在此之前的复苏预期已经全部反映在资本市场上了，二是消费者可能更多的将收入用于偿还贷款，消费信贷继续保持连续的下滑，这与储蓄率回升共同主导了家庭部门的去杠杆进程，我们预计在就业和信贷均未产生趋势性变化之前，美国的消费复苏对于中国出口的带动都将比较弱。

A股市场：淘金创业板

创业板公司已经有13家通过了发审委的审核，中国即将迎来自己的创业板。关于创业板的讨论众多，我们在前期的专题报告里也做了研究。现在大家对创业板关注的无非是它对主板市场可能产生什么影响，该如何投资才能获取比较好的收益。

从下表中我们可以看出，创业板所占主板市值的比例各个国家都不是很大，最大的韩国为10%，而香港还不到1%，A股的中小板市值占总市值的5%左右，因此从全球来看创业板的都不会对主板市场形成决定性的影响。

表：全球主要市场创业板与主板市场比较

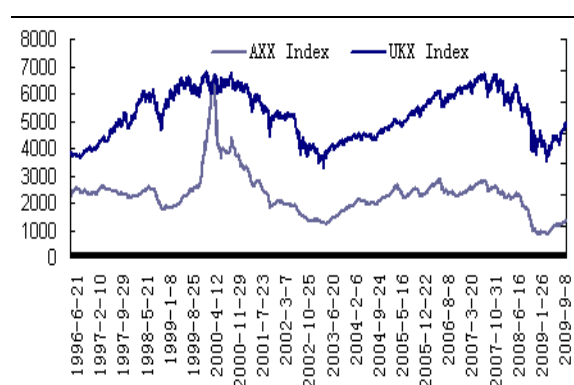
	创业板		主板			创业板—主板市值比
	市值	平均换手率	市值	平均换手率	市盈率	
英国	37917.45	0.289	1352864.88	0.302	74.14	2.803
韩国	81479624	3.193	819460800	0.832	22.04	9.943
香港	61866.38	0.414	10365777	0.256	22.04	0.597
日本	8441545	0.162	204358864	0.473	—	4.131
A 股	—	—	19692613	0.700	—	—

数据来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

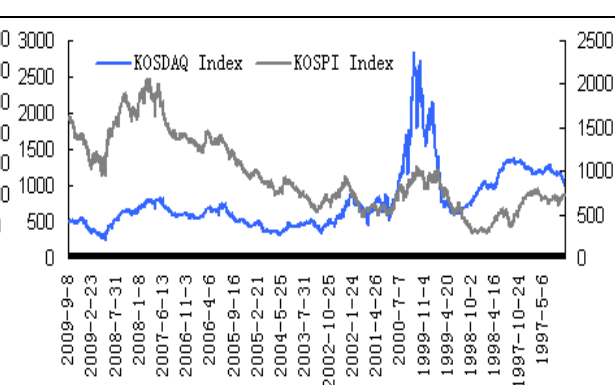
注：1、表中为最新数据。平均换手率为近 1 个月日均换手率

2、单位：英国单位为百万英镑，韩国为百万韩元，香港为百万港币，日本为百万日元，
A 股为百万人民币

图：英国创业板和主板指数对比



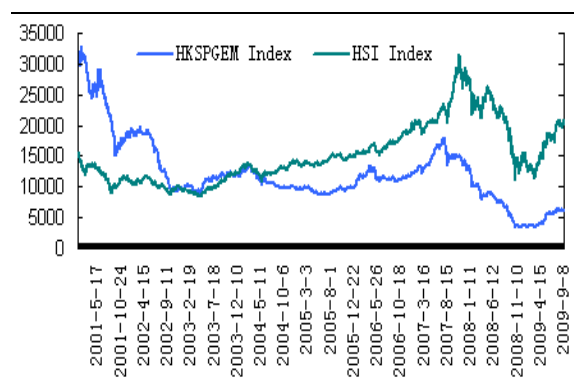
图：韩国创业板与主板指数对比



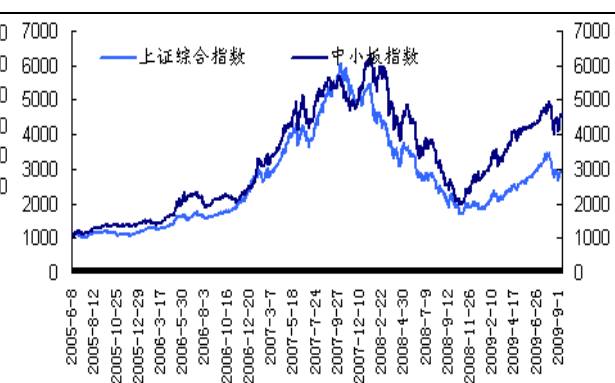
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：香港创业板指数与恒生指数对比



图：中小板指数与上证综合指数对比



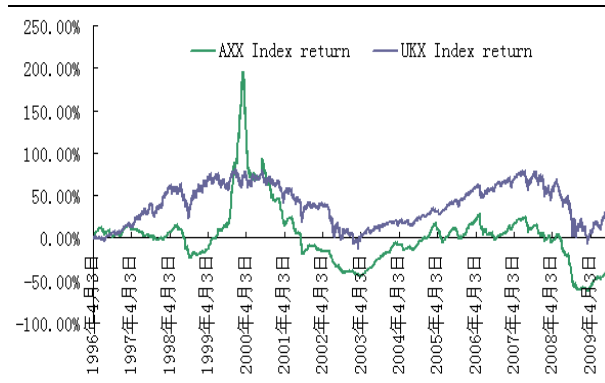
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

数据来源：Wind，长江证券研究部

我们发现所有的创业板市场在刚开始的时候都有相对于主板市场的超额收益，只是时间长短不同而已，成熟市场的创业板波动幅度要弱于主板市场，而新兴市场的创业板波动幅度要明

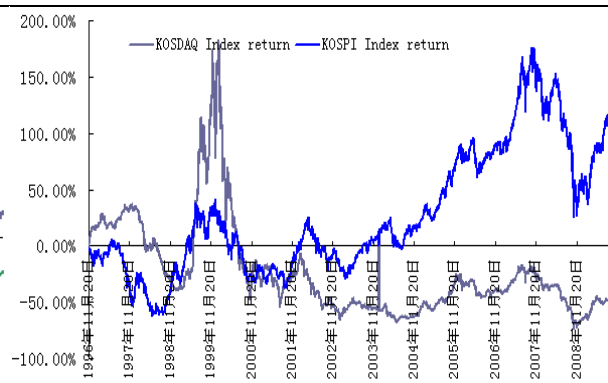
显高于主板市场，这一点目前暂时还没有特别令人信服的解释。我们也试图研究创业板的超额收益率问题，我们把创业板指数和主板指数的收益率按照从创业板开始的那一天开始，计算累积收益率，结果如下图。

图：英国创业板和主板累积收益率



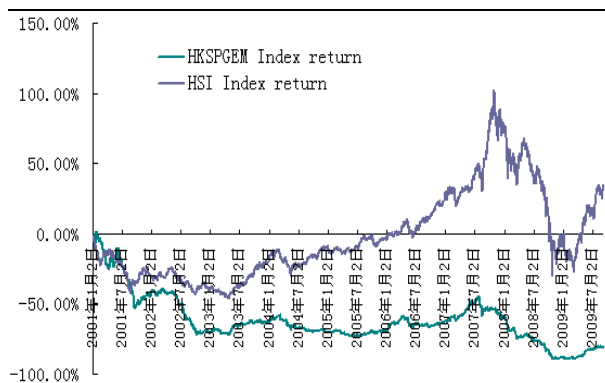
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：韩国创业板和主板累积收益率



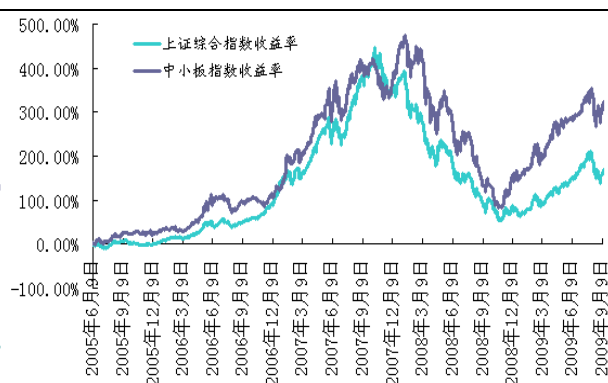
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：香港创业板和主板市场累积收益率



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：A股中小板和上证指数累积收益率



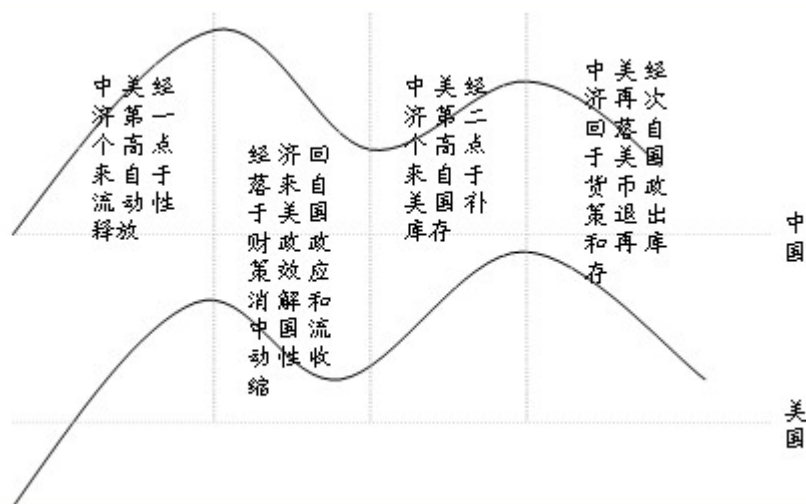
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

有意思的是，成熟市场创业板在刚开始有超额收益率，英国维持了5个月的超额收益，香港维持了不到3个月的超额收益，但是从中长期来看并没有超额收益率，而新兴市场创业板有长期超额收益率的可能。因此，在创业板开市之时，我们认为如果指数化配置创业板会有远超过主板的收益率，但是从长远来看，这个结论不一定成立。从指数化配置的角度来讲，创业板企业可能会比较多，同时长期经营向好的公司所占比例不大，因此我们看到无论是香港，还是英国和韩国，指数的长期收益率并没有超过主板市场，但是中国的中小板例外，根据我国中小板市场的经验，中国的创业板长期也可能存在超额收益。

A股市场过渡期：等待美国同步周期的到来

我们在报告《中国浓缩的周期和美国周期的延展》中提出，中美经济周期暂时的不同步导致中国的A股市场存在一个过渡期，所以在美国经济触底之后补库存之前，我们的市场有一个等待的静默期。

图：中美反弹的两阶段区别



资料来源：长江证券研究部

这个过渡期并不会像 2008 年的情况，正如我们所看到的经济数据，企业的情况正在好转，因此市场并不缺乏热点，但是从整体来看市场仍然存在调整的压力。对中国而言，中国的经济周期是一个房地产-机械-钢铁的复苏进程，但是这个进程在今年上半年由于流动性的过渡释放被浓缩，而且与惯常的复苏中先复苏再泡沫的过程比，中国同时经历了复苏与泡沫的过程，所以，我们无法在未来的复苏周期中还对泡沫报有过高的期望，也就是说中国的周期被透支了。但是一旦谈到真实的经济周期复苏，那是个缓慢的进程，而且利用产能扩张的办法将给未来的经济复苏历程带来更多的结构性问题，从这个意义上看，中国的复苏又是被延展了。浓缩既是透支又是延展，但在我们没有确认美国最终的补库存结束之前，这些还都不会是严重，但是这种浓缩无疑会使未来的精彩稍许黯淡，这也是无法避免的。

所以，既然中美的步伐将趋于一致，我们认为在四季度美国调整概率加大的情况下，我们也无法预期中国会有超预期表现，而未来的中国经济及市场还是不要太多的强调中国如何率先，进而对中国的泡沫激情洋溢，而是要更多的研究真实需求的复苏程度，进而决定我们的收益率预期。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

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) 33130735 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737 13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737 13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450 13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450 13564863429	lvjie@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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 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

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需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。