

复苏进程是场接力赛

——2009年10月股市发展环境展望

短期评价：☆☆☆；中长期评价：☆☆☆☆

相关研究

《关注十七届四中全会——2009年9月股市发展环境展望》
2009年8月31日

主要内容：

- 中国复苏的进程犹如一场接力赛，第一阶段主要依靠政府投资的拉动，而第二阶段需要依靠市场的力量，包括以房地产为代表的民间投资和出口。目前中国正处于第一阶段向第二阶段过渡的关键阶段，房地产的接力棒已经接上，但出口的接力棒还尚未接上，成为中国复苏能否顺畅的关键。
- 党的十七届四中全会已经胜利闭幕，会议强调了“改革创新精神”这一党建关键词，无疑将推进中国经济和金融市场进入改革开放和改革创新并举的新的发展阶段。尤其是本次会议对当前经济形势进行了讨论，将对一般在11月份召开的中央经济工作会议定下基调。
- 创业板已经启动了发行程序，将在国庆节后正式挂牌上市交易，标志着创业板的正式推出。根据我们的研究，创业板推出初期交易活跃度将较高。从长期来看，创业板相较主板更具交易性机会，且与主板之间存在周期性的互动关系。

表 1：股市发展环境主要因素预测（2009年10月）

市场政策	■ 资金供给：资金流入缓慢
	■ 证券供给：创业板正式推出
	■ 市场监管：加大国庆维稳
宏观调控	■ 货币政策：信贷和货币政策均趋向正常化
	■ 财政政策：扶持新兴产业
	■ 其他政策：关注鼓励民间投资 20 条和广交会
国内经济	■ 经济增长：关键看出口
	■ 物价指数：预期 2009 年 CPI 涨幅为-1%
	■ 企业效益：企业业绩复苏
国际环境	■ 世界经济：关注美国消费数据能否持续向好
	■ 国际股市：有望保持稳定的格局

分析师

蒋健蓉
jiangjr@swsresearch.com

联系人

钱康宁
(8621)63295888x346
qiankn@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

1. 总体结论

目前中国正处于第一阶段复苏向第二阶段复苏过渡的关键阶段，而出口产业链总体低迷是经济复苏的主要障碍。党的十七届四中全会对 11 月份召开的中央经济工作会议定下基调。创业板在国庆节后将正式开启，其与主板存在周期性互动的关系。

中国复苏的进程犹如一场接力赛，第一阶段主要依靠政府投资的拉动，而第二阶段需要依靠市场的力量，包括以房地产为代表的民间投资和出口。目前中国正处于第一阶段向第二阶段过渡的关键阶段，房地产的接力棒已经接上，但出口的接力棒还尚未接上，成为中国复苏能否顺畅的关键。

党的十七届四中全会已经胜利闭幕，会议强调了“改革创新精神”这一党建关键词，无疑将推进中国经济和金融市场进入改革开放和改革创新并举的新的发展阶段。尤其是本次会议对当前经济形势进行了讨论，将对一般在 11 月份召开的中央经济工作会议定下基调。

创业板已经启动了发程序，将在国庆节后正式挂牌上市交易，标志着创业板的正式推出。根据我们的研究，创业板推出初期交易活跃度将较高。从长期来看，创业板相较主板更具交易性机会，且与主板之间存在周期性的互动关系。

2. 期待出口接住接力棒

出口有望在 4 季度迎来拐点

我们认为中国的经济复苏需要经历两个阶段：第一阶段主要由政府投资拉动，属于政府主导型的复苏；第二阶段将主要由以房地产投资为主的民间投资拉动，以及随着外部环境好转所带来的外需拉动。这两个阶段的复苏将形成三条产业链：一是以政府投资为主的基础设施投资产业链；二是以民间投资为主的房地产、汽车等相关产业链；三是与出口相关的产业链。这三条产业链将有效带动原材料、设备等相关投资，拉动中国经济增长。另一方面，投资促进就业，在适度宽松货币政策和积极财政政策的共同作用下，有利于居民收入的提高，再配合家电下乡、购车减税等消费刺激政策，从而带动居民消费的增长，拉动中国经济增长。

目前，中国经济复苏正处于完全的政府主导和市场主导之间，属于第一阶段向第二阶段过渡的关键时期。在这场复苏接力赛中，市场力量能否真正起来决定着中国经济复苏能否顺畅。从中国经济的三条产业链看，基础设施投资产业链的启动、房地产产业链的正常化是今年中国经济 V 型回升的主要动力，而出口产业链总体低迷是经济复苏的主要障碍，中国经济总体上处于半复苏状态。

在流动性总体宽裕的情况下，投资仍将是中国经济实现复苏的主要动力。在政府投资取得明显效果的同时，我们看到今年中国房地产销售的提前恢复。今年以来，中国商品房月均销售面积 7000 万平米，明显超出 2008 年 4900 万和 2007 年 6000 万平米的水平。房地产销售的增长推动了房地产投资的 V 型

回升，使得房地产和中国经济的正向循环提前启动。中国城乡统筹的政策加快推动了中国城镇化的步伐，加之中国低利率、居民储蓄分流和通胀的预期，都对房地产起到了支撑和刺激的作用，为推动中国经济复苏增添了政府投资之外的驱动力。

然而，中国能否从半复苏状态走向全面复苏，关键还要看出口。在当前情况下，出口不仅决定着中国经济前景，同时也是政策前景的关键因素。

基于对主要贸易伙伴经济的分析，我们认为主要发达国家经济复苏路径也主要分为两个阶段：第一阶段由政府主导，增长动力来自政府支出和外需改善（主要是进口减少），这对中国出口受益有限；第二阶段是市场主导，增长动力来自私人消费、私人投资，在这一阶段中国的出口会明显增加。目前，我们已经看到美国私人投资正在崛起，美国企业已经步入补库存的阶段，这将非常有利于中国的出口。随着私人投资对美国居民消费的逐步带动，中国又将会引来更大一轮的出口复苏。同时，中国经济率先复苏，正通过进口渠道，推动主要贸易伙伴复苏，这反过来也有助于中国出口的恢复。因此，我们认为中国出口最坏的时候已经过去，4季度出口将迎来拐点。

我们预计，明年投资和出口组合的状态更有可能是中投资、中出口，对应中国经济状况是温和复苏，温和的通货膨胀。由于出口需要确认、中国经济是否恢复自主增长仍然需要确认，我们认为宏观调控的总体基调改变的可能性不大，政策变化更多地体现在政策的微调。这表现在两方面：一是信贷和货币政策的正常化；二是政策重点从需求管理转向供给管理。控制过剩产能、鼓励民间投资、扶持新兴产业将成为未来政策的重点。

3. 十七届四中全会为中央经济工作会议定调

十七届四中全会对当前经济形势的判断值得关注

党的十七届四中全会已经胜利闭幕，并审议通过了《中共中央关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题的决定》。

我党历来把思想理论建设放在首位，一般在每届中央委员会讨论党建问题的全会上，都会明确当前阶段党的主要指导思想，而每一阶段指导思想的确立都会对中国的经济发展产生重大影响。1994年召开的十四届四中全会上通过的《中共中央关于加强党的建设几个重大问题的决定》，确立了全党要以邓小平建设有中国特色社会主义理论作为党建的指导思想，拉开了中国经济深化市场化改革和开放的序幕，中国金融市场得以在起步中快速发展；2001年召开的十五届六中全会上通过的《中共中央关于加强和改进党的作风建设的决定》，在“三个代表”重要思想指导下提出了“八个坚持、八个反对”，推动中国金融市场走上“规范化”的发展阶段；2006年召开的十六届四中全会上通过的《中共中央关于加强党的执政能力建设的决定》，在坚持“三个代表”的基础上，也提出了要“坚持以人为本，全面协调可持续发展的科学发

观”，在提高党执政兴国能力上要求把“发展作为解决中国一切问题的关键”，这进一步明确了中国经济建设这个中心，中国金融市场也在发展中逐步探索和解决历史遗留的问题。此次，十七届四中全会在明确落实科学发展观的同时，也要求“用中国特色社会主义理论体系武装全党”，表明我党当前的指导思想是完全与邓小平思想一脉相承的，并强调了“改革创新精神”这一党建关键词，这无疑将推进中国经济和金融市场进入改革开放和改革创新并举的新的发展阶段。

除党建问题之外，十七届四中全会也全面讨论了当前突出的两大问题：一是经济建设问题，二是民族团结问题。我们尤其关心本次会议对当前经济形势的判断和对后续经济政策的部署，这将对一般在11月份召开的中央经济工作会议定下基调，从而有利于我们把握近阶段的宏观政策取向。

十七届四中全会对当前经济形势的判断是“去年下半年以来我国经济增长明显下滑趋势得到遏制，经济形势总体呈现企稳向好势头。同时，世界经济复苏将是一个缓慢曲折的过程，我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡，国际国内不稳定不确定因素仍然很多，我国经济发展仍处在保增长的关键阶段。”由此可见，中央对外需的恢复仍然并不乐观，从保增长的角度，外需不足仍需要由内需来弥补。因此，促内需保增长的政策重点仍然不能退出，这和结构调整、自主创新、节能环保、城乡统筹、改革开放和改善民生都将有机结合。因此，会议仍然强调了要“继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，充实完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划和政策措施”，分别从内需维稳和外需应对两个角度来保增长。

前期市场有所猜测，之后将召开的中央经济工作会议是否会对宏观政策有所调整？十七届四中全会让这一疑惑有了答案，就是原来的以保增长为目标的宏观政策仍将延续，因为党中央委员会的全体会议代表的是当前党中央对经济形势的最高判断。中央经济工作会议要根据本次会议的精神进行总的部署，而明年的两会将根据中央经济工作会议精神聚焦更为具体的经济措施。

4. 创业板将与主板形成周期性互动关系

把握创业板在与主板互动中的投资机会

创业板已经启动了发行程序，将在国庆节后正式挂牌上市交易，标志着创业板的正式推出。根据我们的研究，创业板推出初期交易活跃度将较高。从长期来看，创业板相较主板更具交易性机会，且与主板之间存在周期性的互动关系。

通过对中小企业板和香港创业板推出初期表现的考察，我们预计创业板推出后一般会经历2个月左右的交易活跃——3个月左右的理性回归——8个月左右的交易再度活跃——再度理性回归并与主板走势一致的几个阶段。尤其

是推出初期创业板交易可能异常活跃，对于新股申购成功的投资者可能会获得较高投资收益，但对于参与二级市场的投资者来说，虽然交易活跃可能会带来交易性的机会，但面临的投资风险也将更大。

从长期的波动性来看，我们重点实证考察了美国 NASDAQ 的表现情况。我们发现美国创业板（NASDAQ）的波动明显较主板（道琼斯）更加剧烈，说明创业板市场的风险高于主板的同时可以获得更多的交易性机会。其中，在 2000 年左右纳斯达克的波动性明显比道琼斯工业指数的波动更加剧烈，如前所述，反映出了当时科技网络股的热潮。另一个波动较为剧烈的时期则为 2009 年附近，这期间二者的波动性剧烈程度类似，说明受到了次贷危机的共同影响。在样本观测期，我们测算了两个市场的波动之比，平均主板上（下）1 个点，NASDAQ 将上（下）1.94 点，即 NASDAQ 比主板上（下）94% 左右的幅度。即使剔除掉 2000—2002 年波动的区间峰值，也能得到 1.51 的波动比，说明主板每上（下）1 点，创业板将上（下）1.51 点。

我们也同样利用我国 2005 年 6 月至今的主板（上证 A 股）和中小板日交易数据进行检验。二者之间的趋势较美国的数据更为一致，显示出两个板块间的相关性应该更强。并且，我们同样能够发现中小板的波动性更加剧烈，也即意味着中小板能获得更多的交易性机会，当然风险也更大。据测算，平均来讲，主板每上（下）1 个点，中小板将上（下）1.67 点。

在经济基本面、投资者结构等国情迥异的情况下，我们得到了基本一致的结论，说明该结论较具可靠性和普遍性。推而广之，我们认为我国创业板推出后也将具有这样的特征——创业板的波动性要强于主板，创业板存在更多的交易性机会，同时也将存在更大的风险。

我们再通过统计检验的方法对美国 NASDAQ 市场和国内中小企业板进行考察，发觉从长期来看，总体上主板将领先创业板 2—3 个交易日，创业板跟随主板波动。我们再进一步围绕经济周期和主板、创业板之间的动态相关性进行检验，发现创业板与主板存在周期的互动关系。以 NASDAQ 为例，在经济萧条阶段，美国主板领先创业板波动，且领先 2 个交易日；在衰退阶段，我们发现美国主板也先导于创业板波动，并领先 4 个交易日。有意思的是，在经济复苏阶段，我们发现创业板反而先导于主板，并领先 5 个交易日。而在经济繁荣阶段，我们发现主板和创业板的互为先导，即两者会交替起到先导的作用。

我们考虑到在上世纪 90 年代美国创业板的波动明显比主板更为剧烈，而在经济周期中，我们也发现在上世纪 90 年代美国经济更多的是处在复苏和繁荣阶段。因此，我们以 1990 年为分界线，将处于繁荣阶段的这些样本分为两部分，分别加以检验。结果发现，在 1990 年以前，主板和创业板互为先导。而在 1990 年以后网络泡沫时代，NASDAQ 领先于道琼斯工业平均指数，且领先

3天。也正是在这个时期，NASDAQ 成交额首次超过了纽交所，证明了以 IT、科技股为代表的高科技的经济领头作用。

目前，美国经济仍然引领着全球经济的发展。无论从长周期来看，还是中周期来看，美国经济当前都处于由萧条向复苏过渡的阶段，而这个阶段往往是新一轮科技革命的开始，代表新兴产业的 NASDAQ 将可能有超越道琼斯的表现，并在全球形成示范效应，从而带动全球创业板步入春天。因此，从这个角度来看，我们也十分看好中国创业板的未来发展。

信息披露

分析师承诺

蒋健蓉：制度与发展。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。