

两个交易日大幅战胜主板指数

# 创业板“独舞”背后的成长逻辑

□本报记者 申鹏

6月沪综指弱势下跌期间，成长逻辑再次得到强化。从创业板指数与沪综指的强弱对比来看，资金对于中小股票的偏好程度甚至比5月市场环境好的时候更高。本周四，在多重利空将沪综指压低3%的恶劣环境下，创业板指数上演当日逆转，周五该指数更大涨近4%，资金逢低买入成长股的意愿之迫切可见一斑。的确，在经济疲软及货币刺激失效的宏观环境下，股市投资者似乎已经无从选择。“千军万马过独木桥”，一方面成长股估值持续攀升，另一方面只要市场出现些许机会便引得众多投资者抢入。当前，成长股的长期牛市论调早已不是标新立异，而得到了很多投资者的认同，但问题是：既是长牛市，抄底何太急？

**“整体利空”成“局部利好”**

如果说在5月整体偏暖的市场环境下，创业板的相对强势还并不算“离谱”，那么6月份市场大跌时创业板走出独立行情就多少出人意料了。

端午小长假过后首个交易日，上证指数在多重利空的重压之下下跌近3%，而创业板指数仅用了15分钟时间便止跌回升，几乎以平盘报收。昨日，该指数继续大涨3.78%，逼近前高。可以说，6月全球股市皆疲软，独A股创业板长阴难求。

从逻辑上看，创业板指数



“独醒”既在意料之外，也在情理之中。首先，从A股市场走弱的原因来看，在经济及金融数据不佳、国际资本撤离新兴市场以及IPO重启渐行渐近这三大因素中，前两个因素几乎不会对创业板造成任何实质压力，而经济疲软从某种程度上反而强化了场内资金介入创业板股票的逻辑。

目前看只有IPO重启才可能在股票的供需面上对创业板股票形成压制，但在新股上市之前，出于对“保新融资”的预期，资金不会快速撤离。

其次，由于当前市场缺乏增量资金，“跷跷板”效应显著，因此从某种意义上讲，低估值蓝筹股和传统周期股的下跌，反而促使资金流入以创业板为代表的高估

成长股。而考虑到二者之间的流通盘差异，成长股的涨幅存在“杠杆”效应，打个比方讲，上证50指数跌1%流出的资金若全部流入创业板，可能令创业板指数上涨3%。

因此，表面上看股市面临着巨大压力，但资金却顺理成章地将“整体的利空”转化为“局部的利好”。

## 厘清高成长逻辑

应该说，创业板指数只是成长股群体的一面“旗帜”，它的强势反映了在经济增速放缓、经济结构转型的长期背景下，股市投资者秉持的投资逻辑：追求高增长。

可以肯定的是，这一逻辑长

期看是正确的，但作为投资者可能需要关注两个问题：一是在正确的逻辑广泛流行时，其结果仍然一定是正确吗？

我们仍然以创业板为例，在创业板指数迄今6个月的牛市中，尤其是5月以来，高估值和大小非减持不断困扰着二级市场的投资者，但乐观情绪以及对“稀缺性”的追逐还是令资金将利空逐一忽略。

资金持续买入令多数创业板股票年内都出现了比较明显的上涨，创业板综合指数年涨幅达到38.75%，全球范围内表现最佳。纳斯达克100涨11.35%，标普香港创业板仅涨3.75%，超过今年一度“惊艳”全球的日经225指数。横向来看，A股的公司比纳斯达克或香港更好吗？纵向来看，A股创业板

公司比半年前指数跌破600点时有本质的变化吗？答案似乎都是否定的。

因此可以认为，当前A股创业板行情是“正确的逻辑”叠加“乐观的情绪”再叠加“没别的选择”之后所产生的，而长线牛股则需要剔除后面两个因素。毕竟，在任何一个市场中，这类股票都是极少数，而能够判断并持有这类股票的投资者，更是凤毛麟角。

二是从宏观的角度看，在金融和经济高度一体化的今天，会出现多数部门都不好的情况下，一些部门“出淤泥而不染”吗？

我们做一个极端的假设，如果经济衰退超出预期，实体经济通缩，失业率上升，消费需求下降，那么传媒或者移动互联这些行业能不受影响吗？答案显然是否定的。在当前的情况下，一些宏观数据已经印证了经济乏力，而一些周期股的股价和估值持续走低也反映出投资者对经济的悲观预期。因此长期地看，很难想象在传统周期股和大盘蓝筹股的估值持续走低的情况下，新兴产业估值持续走高，毕竟估值的背离仍有极限。

因此，对于当前的主板及创业板市场，首先要看到成长的逻辑造就的是个长牛而非指数长牛；其次要看到在较长的时间范围内，没有哪两种宽基指数是长期背道而驰的；最后要看到，如果真是长线牛股，总会有相对合理的价位介入，抄底不必太着急。

流动性施压 经济复苏“拖后腿”避险成主流

## 三因素助推资金扎堆成长股

□南京证券 周旭 温丽君

近期股市处在一片恐慌之中，在美国QE退出预期不断加强的背景下，热钱逐渐从新兴国家撤离，由此导致了全球股市的大动荡，新兴国家以及完全靠流动性推动的日本股市遭遇黑色一周，A股也出现了“连环跌”的走势。不过，周五创业板指数领衔反弹，并带动市场做多人气，股指也随之有所反弹。这期间两市冰火两重天的结构分化依然继续，个股的做多热情仍难掩主板的疲态，流动性担忧、基本面复苏前景黯淡都制约了主板的上行走势，存量资金当前依然只能抱团取暖，紧抓创业板个股以活跃市场人气，短期结构潮或仍将延续演绎。

### 流动性及基本面双重制约继续

5月经济数据无疑让市场的做多情绪降低到了低点，无论是出口数据、还是CPI、PPI等价格指

数，大幅低于市场预期。从出口上看，经过了5月的“挤水分”之后，出口开始回归常态，5月当月出口增速仅为1.2%，大幅低于市场预期。此外，5月CPI数据为2.1%，显著低于市场一致预期的2.4%，CPI低预期的主因是食品价格跳水，但是CPI中非食品价格环比降0.1%；与此同时，PPI环比降0.6%，同比继续回落至-2.9%，PPI的持续疲软显示产能过剩工业企业经营将日趋困难。同样作为验证，在工业及投资上，5月工业增加值同比增长9.2%，略低于市场一致预期的9.3%，较4月回落0.1个百分点；5月固定资产投资累计同比增长也略低于预期，尤其是地产、基建单月投资增速较4月回落明显。特别是5月房地产投资单月同比增长19.4%，较上月回落4个百分点；新开工投资单月同比增长-1.5%，较上月回落16个百分点。数据不佳引发市场普遍下调未来两个季度乃至全年的经济增长展望。

海外市场正遭遇着流动性的大动荡，在美国经济数据不断超预期的背景下，市场对于QE退出预期不断升温，资金回流美元的迹象明显，美国国债收益率不断攀升。而据数据统计，截至6月5日前一周，新兴国家单周净流出规模创近三年以来的新高，流出金额达50亿美元；与此同时，配置中国的全球基金净流出15亿美元。结合外汇局20号文对热钱的围追堵截，5月新增外汇占款或将出现根本性的扭转，但在热钱流出加之国内金融机构去杠杆多重效应的累加下，6月以来银行间资金面开始出现极度紧张的格局，资金成本短期大幅上升。尽管我们认为监管层仍会及时采取措施平抑短期资金紧张的局面，但央行此次并未立马施以援手也释放出明显的政策信号，即阶段性

紧缩或将在所难免，再加上人民币升值进程或将告一段落，流动性很难再像今年1-5月维持极度宽松格局。

### 避险思维下资金扎堆创业板

基本面的疲软加之流动性不及预期，将双重制约以周期性品种为主的主板股指，而在破位下跌之后，A股中期走势已然走坏。目前能刺激A股短期走强的因素无外乎是降息等逆周期政策，但从李克强总理近期提出的“激活货币信贷存量”的表态上看，货币政策难以进一步宽松，未来维持中性的概率更大。可以看到，政府调控逻辑的变化使得市场预期依然存在，对于成长股的追捧依然是市场的主流；除此之外，如果没有更好的投资标的，资金也愿意扎堆于创业板抱团取暖，再加上创业板的流动性较差，资金抱团的大背景下谁也不敢轻举妄动，否则就会出现踩踏式下跌的困局。

因此，在多重因素的综合作用下，创业板指数最近仍将有望维持强者恒强的运行格局。然而，创业板指高溢价率格局不改，伪成长股与泛主题股也充斥其间，这是创业板指后续上涨的最大风险。建议投资者短期顺势而为，但更应关注的是有实质性业绩支撑的真成长与符合政策导向的真主题个股，且更应警惕伪成长股的高位回落风险。

## 抱团小盘仍难改变中期调整结局

□民族证券 徐一钉

2161点前期低点的不堪一击，以及创业板指数的强劲反弹，令大小盘股之间的分化进一步加剧。当前，小盘成长股依然是市场的主流，一方面，在这波小盘股行情中，主流或非主流机构介入太深；另一方面则源于流动性较差。而一旦下跌趋势形成，资金都很难顺利离场，机构只能被迫选择“坚守”。短期内，存量资金关注的焦点依然应引起是中小板股票。但潜在问题依然

注意：追捧中小股票的资金，不少做了融资放大杠杆，今后一旦资金链出了问题，补跌恐怕在所难免；而且每一轮调整的尾段，必然有一轮强势股的补跌。

近期，A股市场利淡消息不少。继IMF之后，世界银行6月12日也对全球经济增长预期进行了大范围的下调：下调2013年全球经济预期至2.2%，此前1月份的预期为2.4%；下调2013年发展中

零售总额同比增长12.9%，同比上涨2.1%保持稳定。

在外贸增速大幅回落时，5月CPI和PPI的“双降”，再度释放中国经济疲软的信号。5月份个人住房贷款增加，占比超过一半，新增贷款低于市场预期，主要是受企业信贷需求不足和监管层窗口指导的影响。目前国内产能过剩、甚至是严重过剩，而无论是内需还是外需都稍显不足。企业投资生产意愿不强，导致企业对资金需求不足。现阶段中国经济依然处于弱复苏的通道中，从5月规模以上工业增加值同比增长9.2%和5月发电量同比增长4.1%，从另一个侧面反映出中国经济增长相对较弱。

海外方面，目前海外热钱正撤离新兴市场。数据显示，截至6月5日的一周内，有超过40亿美元的资金从新兴市场股票基金中撤出。与此同时，从中国股票基金中撤出的资金量达到了2008年第三周以来的最高值，从香港股票基金撤出的资金则达到了近十年的

最高值。海外热钱的回流在近期也给新兴市场带来了恐慌，6月11日，泰国股市暴跌4.97%，菲律宾股市暴跌4.64%，印尼股市暴跌4.9%。6月13日，日经指数下跌6.35%，泰国股市下跌4.01%，菲律宾股市暴跌6.75%。

从市场层面来看，目前主流机构对地方债务的担心也有所加剧。审计署的数据显示，36个地区2012年底债务余额共计3.85万亿元，比2010年增加4409.81亿元，增长了12.94%。目前一些地方政府靠举债出政绩、大肆借钱融资的做法较为普遍，这也直接导致了地方政府债务规模增加，偿债压力和债务风险逐渐加大。至于全国各级政府债务总规模是多少，目前还没有一个准确的公认的数字。审计署负责人曾表示，估计目前各级政府总债务规模在15万亿至18万亿元；财政部原部长项怀诚透露，地方政府负债估计超过20万亿元。

此外，资金面的紧张也加剧

了调整的风险。5月新增外汇占款669亿元，而当月中国贸易顺差204亿美元，可以推测热钱正在流出中国。本周五，上交所1日、7日回购利率最高曾上冲到18.53%、8.23%，并没有出现预期中的节后利率回落，这表明目前市场极度缺乏资金。一旦资金成本上升，7日回购利率稳定在4%以上，则将对A股市场的整体估值构成压制。而随着《进一步推动新股发行体制改革》征求意见，恢复IPO发行日益临近，投资者还在担心IPO重启后加剧资金面的紧张程度。值得关注的是，中国石油创出上市以来新低，即8.03元/股，这不是一个好的信号，它给其它蓝筹股的下跌打开了空间。短期来看，上证综指在2130点-2140点有弱支撑，后市一旦失守2130点-2140点，则下跌空间将进一步打开。我们认为，大盘有效跌破2130点-2140点只是时间问题，这轮中期调整的向下空间、持续时间或超过目前多数投资者的预期。

机构“钱荒”依旧

### 新一期贴现式国债部分流标

□本报记者 葛春晖

6月14日，银行间市场资金面依旧紧绷，机构缺钱导致财政部招标的273天期贴现式国债部分流标，中标利率高企。

值得一提的是，昨日隔夜回购利率虽然仍在上涨，但成交利率尾盘一度跳水，最低跌至3%，反映短期资金面或有好转。市场人士表示，下周一可能会有部分存款准备金退款，从而给商业银行流动性“旱情”带来一丝缓解；但从中期品种特别是21天回购利率仍在大涨来看，机构对月末资金面的预期依然谨慎。而据央行的最新数据，5月份我国新增外汇占款骤降至699亿元，预计在6月份外汇占款可能延续低迷、商业银行年中考核压力较大的背景下，若央行仍不出台更大力度的流动性投放措施，6月份剩余时间资金面形势仍将不容乐观。

### 传媒股上演强者恒强戏码

□本报记者 申鹏

昨日沪深股市反弹，创业板指数大涨近4%。传媒股仍是两市表现最为出色的板块，中南传媒、博瑞传播、掌趣科技、华谊兄弟等9只传媒股涨停，中信传媒指数大涨5.31%。

分析人士指出，传媒股的上涨可能源于投资者从政策、行业发展及公司基本面等层面的高度看好。国信证券研究报告指出，政策方面，政府将文化产业作为国民经济支柱来培养，预计未来10年CAGR达17%，持续快速增长；需求方面，中国人均GDP已突破5000美元，文化消费步入爆发期，该产业迎来发展良机。

市场人士认为，除了看好行业及公司发展外，股价趋势也是目前资金买入传媒股的重要理由，包括光线传媒、乐视网、掌趣科技、华谊兄弟在内的多只传媒股股价已经突破历史新高，且不断刷新，显示出长线牛股的走势特征。

在资金不断涌入的情况下，传媒板块估值持续走高，截至昨日收盘时为37.52倍。尽管估值偏高，但有分析人士认为，在业绩增速较高的前提下，传媒股估值有望在未来不久得以消化。

全市场估值一览表

板块名称	市盈率(PE,整体法)	预测市盈率(整体法)	市净率(整体法,最新)	预测PEG(算术平均)
全部A股	12.03	10.21	1.65	1.12
沪深300	9.48	8.58	1.42	2.71
中证200成份	21.46	17.24	2.09	4.01
中证500成份	25.10	18.97	2.29	0.94
创业板	43.79	31.75	3.58	1.46
中小企业板	30.39	22.96	2.93	0.82

申万一级行业指数一周表现

代码	名称	昨日涨跌幅	最新点位	5日涨跌幅	年初至今涨跌幅
801220.SI	信息服务(申万)	0.0398	1832.91	0.0207	0.3758
801080.SI	电子(申万)	0.0387	1624.79	0.0107	0.3485
801100.SI	信息设备(申万)	0.0263	1181.14	-0.0143	0.2391
801150.SI	医药生物(申万)	0.0248	4597.61	-0.0222	0.2666
801070.SI	机械设备(申万)	0.0194	3076.74	-0.0377	0.0891
801210.SI	餐饮旅游(申万)	0.0169	2490.33	-0.042	0.0196
801140.SI	轻工制造(申万)	0.016	1460.76	-0.0418	0.0907
801130.SI	纺织服装(申万)	0.0151	1505.17	-0.0555	-0.0102
801060.SI	建筑建材(申万)	0.0149	2333.14	-0.0506	-0.0411
801230.SI	综合(申万)	0.0148	1625.18	-0.0476	0.124
801160.SI	公用事业(申万)	0.0139	1843.04	-0.0417	0.1146
801200.SI	商业贸易(申万)	0.0126	2639.72	-0.0487	-0.0242
801030.SI	化工(申万)	0.0124	1821.73	-0.0482	0.074
801090.SI					