

5·19依稀身影在 科网股再唱“潇洒走一回”

近年A股走出了一波由互联网经济带动的局部牛市。本轮行情与1999年的“5·19”行情的异同点有哪些?两轮行情的主要驱动因素是什么?未来是重蹈2001年科网股泡沫破灭的覆辙,还是迎来持续上涨的新动力?

近年A股走出了一波轰轰烈烈的结构牛市行情。本轮由互联网经济带动的牛市,以创业板和中小板为主,是在2012年12月4日A股市场分别创出上证指数1949.46点、创业板指数585.44点和中小板指数4013.49点后产生的。联想到1999年5月19日至2001年6月14日的网络股行情,二者有相似之处。那么,本轮行情与1999年的“5·19”行情的异同点有哪些?两轮行情的主要驱动因素是什么?本轮以互联网经济为主的新兴产业未来演变和走势,是否未来会在灿烂后如2001年后长期低迷不振,或迎来持续上涨的新动力、新产业?

我们认为,本轮科网小盘股结构性的上涨行情,与“5·19”行情存在一些基本面相似但影响程度更深的因素。

这两轮行情都是在国际经济危机后产生;都是处于经济转型的重要时期;股指上涨都以新兴产业为代表;同期周期类行业的表现都较为低迷;行情传导都从国外影响至国内;政策都处于密集公布期和改革期等。

不过,二者的不同点更多。本轮行情是受全球金融危机影响较大,级别明显高于“5·19”;本轮国内经济将从第二产业转向第三产业过渡,而“5·19”则是轻工业经济转向重工业经济阶段;本轮影响程度更广更深;本轮行情无论是上涨幅度,还是活跃程度都明显更高;本轮行情上涨的主力是以互联网产业链为主体且具有实质性收入和盈利的新兴产业,而“5·19”则是以传统重工业产业为主体,兼具不赚钱的网络经济概念的产业;本轮行情是新兴产业创指数和股价新高,而传统产业创指数低点和估值新低,“5·19”行情分化并没这么大;本轮政策出台和推进力度远大于“5·19”。

从行业层面来看,两轮上涨居前的行业都有新兴产业和支柱产业;涨幅居后的行业基本以中游制造和上游资源为主。但不同点在于——本轮上涨居前行业以高成长型新兴产业为主,支柱产业为辅;而“5·19”上涨居前行业以支柱产业为主,新兴产业为辅。

从涨幅和换手率来看,本轮涨幅最大和最小的差距及涨幅居前10位的行

业之间差距都明显大于“5·19”行情。从当前涨幅来看,本轮上涨前10位行业的平均涨幅是后10位行业的2倍~3倍,而“5·19”最多约是1.5倍;本轮行情上涨前3位行业的平均涨幅是上涨第8至10位行业的一倍,而“5·19”不足1.5倍。从行业平均换手率来看,本轮涨幅前4位的行业平均换手率几乎是涨幅居后前10位的2倍或以上;而“5·19”行情中各行业的平均换手率基本相当,差异并不大。由此可见,本轮行情中新兴产业和传统产业的分化非常突出和鲜明,远高于“5·19”。

此外,在本轮行情中,各市场指数分化也相当显著。创业板指数累计涨幅最大,至2014年2月25日最高点1571.4点,最大涨幅达到268.41%,同期中小板指数最大涨幅也在2014年2月19日达到了171.53%。但是,上证指数和沪深300指数却走势低迷,其指数涨幅最高点早就分别在2013年2月18日、2月8日达到,最大涨幅分别为25.41%、32.78%,其后一年在小盘股一路上涨时,这两个大盘股指数却持续下滑,与两个小盘股指数形成鲜明对比。

热潮背后:产业结构转型进行时

	12.4行情背景及特征	5·19行情背景及特征
国际背景	美国次贷危机引发全球金融危机,欧洲多国出现财政困境,全球迎来货币量化宽松及股市大涨。2014年美国在经济逐步复苏下,量化宽松货币政策将逐渐退出。	1997年东南亚爆发金融危机,酿成亚洲金融风暴后,亚洲迎来新一轮经济复苏阶段。
国内背景	从增长、流动性和通胀三个方面看,重工业发展的经济增长模式迫切需要转型和改变: 1、国内经济增速逐步下滑;流动性在货币政策从紧后转为调控;通胀虽从高点回落,但仍存在回升风险。 2、在投资、出口、消费都难以出现亮点的背景下,以“工业+投资”的经济增长模式效率越来越低。	从增长、流动性和通胀三个方面看,经济增长模式由轻工业增长向重工业增长转变: 1、国内经济增速下滑;流动性在货币政策放宽下逐步宽松;长期通胀逐步由高位回落。 2、国际金融危机冲击外贸,国家出台扩大内需政策,政府投资拉动启动。
股市走势	上证指数从2012年12月4日至2013年2月18日,由1949点反弹至2444点后一路下跌至2014年3月5日的2063点。但创业板指数和中小板指数则一路上扬,分别累计上涨了268.41%和171.53%。	1999年5月19日至6月29日,共7周30个交易日,股指从1047点涨至1756点,涨幅高达67.7%。领涨的个股有综艺股份、东方明珠、上海梅林及海虹控股等。
上涨特点	周期类股票走低而新兴产业股票走强。	涨势迅猛,成交量巨大,且题材股大放异彩,网络股、科技股持续领涨。
外围股市	美股道指处于历史高位区域,目标普指再创历史新高,欧股也于近期创下六年新高,外围市场氛围良好。	以美国纳斯达克为代表的科技股飙升。
政策节点	随着十八届三中全会为我国经济社会发展释放第四次制度红利,证券市场在加快市场多层次建设、深化新股发行体制改革、借助自贸区布局金融自由化、鼓励机构和产品创新等方面都取得了较大进展。	降低印花税、降息、下调存款准备金率、推出改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决机构的合法融资渠道、允许证券公司发行债券、扩大证券投资基金的规模、允许部分B股及H股公司回购股票等。
市场后期表现	2014年3月初,在两会维稳预期和政策预期之下,A股震荡加大,上证综指徘徊于2000之上。大盘股表现仍低迷,创业板表现活跃。	1999年底市场回调到1400点,2001年涨至2245点,但随后又是4年熊市,最低跌至998点。

通过各项经济数据对比,我们认为,两轮科网股行情的主要影响因素,都是经济转型期的产业结构变化所致。

1. 经济增速下滑带来的经济转型
我们把1992年至2013年的GDP(国内生产总值)季度同比增速进行对比,发现1999年~2001年、2013年至现在这两个时期都是经济增长下滑低迷期,经济增速处于多年最低区间。这是因

为带动国内经济增长的主要经济模式效率越来越差,转型需求也越来越强烈,这直接导致以新兴产业为代表的小盘股迎来市场预期上升的投资机会。

2. 利率持续走低推动小盘股估值上涨
市场利率自1980年以来持续走低趋势,推动了1990年至2001年一轮的A股估值上涨。随后在网络股泡沫后估

值一度大幅回落,但是在2012年底小盘股和大盘股估值整体跌至低点后,在居民消费价格指数(CPI)持续走低和利率水平进一步下滑的情况下,估值重新获得回升。

3. 股市运行与宏观经济出现革命性变化
从经济转型角度来说,自2001年网络经济泡沫破灭后,过去10年来我国经

济的发展令人惊讶:外贸出口、汽车产业、房地产成为经济增长的支柱,并有力带动了钢铁、石油石化、建材、水泥、电力、交通运输等行业的发展;扩大内需政策带动了旅游文化、物流零售等第三产业发展;科技兴国政策也使得许多高科技企业蓬勃发展;而改制后的商业银行为经济的腾飞提供了有力的金融支撑。但是,这种“工业+投资”的增长模式近年的边际效应越来越弱,效率也越来越低。

从股市运行的角度来看,前几年的全球化宽松政策已逐步退潮,今年美国量化宽松货币政策退出概率较大,由此将导致我国外汇占款增速减缓,不利于股市的活跃。随着CPI的逐渐走高,货币政策将逐渐向中性偏紧的方向发展,预计2014年股市运行面临的货币环境将不如2013年。在投资、出口、消费都难以出现亮点的背景下,通过以政府投资来拉动内需已难有成效。当前是通过改革红利和制度红利来刺激民间投资的积极性,使民营资本为主的新兴行业和上市公司有望迎来较好的发展阶段和盈利表现,也刺激了以互联网产业链和新兴经济产业链为主的小盘股上涨。

4. 涨幅居前板块有望形成新兴支柱产业
从“5·19”行情来看,涨幅前300家上市公司分别分布在房地产、医药、批发、零售、非金属矿物、化工、计算机和通信等行业,行业占比较分散,且大多成为后来国内主要高速发展的支柱产业。

从“12·4”行情来看,涨幅前300家上市公司分别分布在软件与信息技术、计算机、通信和电子、专用设备、电气机械、医药等行业,前5个行业的上市公司已占总数56%,占比集中且相当大。从这些行业和上市公司的增长速度来看,也是近年增长最快的行业,预计未来支柱产业将有望在此逐步形成。

期间涨幅最大的前10个行业		期间涨幅最小的前10个行业	
行业名称	平均涨幅(%)	行业名称	平均涨幅(%)
SW传媒	186.71	SW医药	3.93
SW计算机	165.24	SW钢铁	4.63
SW通信	129.59	SW银行	11.88
SW电子	108.17	SW有色金属	20.49
SW家用电器	97.03	SW建筑装饰	23.90
SW医药生物	85.26	SW建筑材料	25.10
SW轻工制造	83.52	SW房地产	27.74
SW电气设备	81.68	SW非银金融	29.43
SW国防军工	83.21	SW食品饮料	28.49
SW综合	70.72	SW农林牧渔	35.46

新兴产业将成支柱 个股面临分化考验

本轮以互联网经济为主的新兴产业,未来是否会如2001年网络经济热潮破灭后而长期低迷不振呢?我们的判断是历史不会简单重演,以信息技术为代表的新兴产业未来有望成为国内经济支柱,不过,相关公司将面临或持续增长或昙花一现的分化考验。

三大产业将成转型先锋

从2008年全球金融危机后,中国经济已经开始一系列的调整和转型,目前正处于新老交替的转型阶段。特别是在过去流动性相对宽松的6年,中国经济和市场结构在民营经济的自下而上救市中与国企改革的上而下转型中,发生了显著变化。

简单地讲,在国家提出的“十二五”规划的经济转型期,国家希望以“工业+投资”驱动增长的老经济模式,向以“消费+服务”驱动增长的新经济模式转变。这些已由就业、投资、消费、进出口贸易、金融等领域逐步看到结构性变化产生。

经济转型,其实就是推动经济增长的主要产业结构发生变化。从转型方向来看,可以借鉴全球经济龙头美国。与美国行业市值(标普500)占比比较,美国的信息技术占比18.52%,中国只占5.5%;美国的医疗保健占比12.55%,中国只占4.9%;美国的日常消费品占比11.01%,中国仅占5.3%。预计目前及未来一段时间,中国的IT产业空间最大,医疗保健和非日常消费两大产业未来也有较大发展空间。总体而言,信息技术、医疗保健、非日常消费等行业有望成为未来转型先锋。

因此,未来中国经济可以考虑借鉴美国成功转型的经验,以科技创新+消费服务为发展主线,大力发展高端重工业,实施出口替代战略,实现劳动密集型向技术密集型转变。只有这样,经济才有可能保持10年以上的高速增长,并突破中等收入陷阱。

综合来看,“5·19”行情与本轮行情有着本质区别,“5·19”的网络经济泡沫只是概念炒作,而当前互联网产业链公司却拥有真正盈利模式,具备高成长力量推动盈利和股价持续走高,但是整体鸡犬升天的可能性不大,分化将逐步产生,具有实质高成长的新兴产业上市公司有望成为最后的“胜者为王”。目前,重要的是,在本轮行情冲高回落,把握和选择潜力上市公司将非常关键。

新兴产业股票逐步分化

在新老经济交替和转型阶段,新兴产业和传统产业的上市公司估值形成明显的分化走势。我们认为,这是由目前的风险折价、流动性溢价和成长溢价所共同推动的结果。

但是,我们预计这种分化未来将有所改变:一是高估值新兴产业将盈利未能完全实现前有所回落,而低估值传统产业在盈

GICS二级行业	美国公司数/美国总市值	中国公司数	中国总市值
家庭与个人用品	1.52%	0.49%	0.29%
食品与主要消费品零售	0.68%	0.53%	0.39%
软件与服务	8.97%	3.65%	1.97%
电信业务	1.38%	0.24%	0.41%
医疗保健与服务	8.71%	1.34%	0.88%
零售业	3.23%	3.08%	1.54%
媒体	2.69%	1.22%	1.20%
消费者服务	3.47%	1.46%	0.89%
综合金融	3.80%	0.97%	2.85%
半导体产品与设备	2.01%	1.42%	0.70%
制药、生物科技和生命科学	7.20%	5.88%	4.27%