

新股发行提示

代码	简称	发行总量		申购 价格 (元)	申购上限 (万股)	申购资金上限 (万元)	申购日期	中签结果日期	发行市盈率 (倍)
		网下发 行量 (万股)	网上发行 量 (万股)						
300335	油城股份	1770	1718				06-29	07-04	
300336	新文化	1200	1200				06-28	07-03	
601608	中信重工	37000	31500				06-27	07-02	
002686	亿利达	1150	1117				06-21	06-27	
300334	津膜科技	1470	1430	16.78	1.40	23.49	06-21	06-27	46.61
300333	兆日科技	1400	1400	23.00	1.40	32.20	06-19	06-25	31.51
300332	天壕节能	3200	4800	8.18	4.00	32.72	06-18	06-21	51.13
300331	苏大维格	470	1080	20.00	0.75	15.00	06-15	06-20	34.48

数据截至 6 月 19 日 22:00
数据来源：本报网络数据部

招商证券：
下半年宏观政策更为宽松

证券时报记者 曹攀峰

昨日，招商证券在深圳举办了以“世界与中国：新旧之间”为主题的 2012 年中期投资策略会。招商证券首席经济学家丁安华、研发中心策略研究主管陈文招等分别作了主题演讲。

三季度或降准

宏观政策是当前市场关注的焦点，政策是否会出手？如何出手？能否起效？丁安华认为，2012 年下半年宏观政策会进一步积极和更为宽松。理由有三：一是中国宏观调控的逻辑向来是相机抉择；二是目前就业问题已经到了爆发的边缘，决策层需要更加关注稳增长；三是从防范金融系统性风险的角度出发，进一步取向积极是必然选择。

丁安华表示，政策进一步放松的可能性体现在三个方面，即投资、补贴和信贷。从关注就业的逻辑出发，稳定制造业和发挥重大基建项目对就业的推动力，需要政府稳定基建投资和增加财税对工业企业的补贴支持。在财力有限的情况下，还需要货币政策的配合，这方面信贷支持是关键。

对于货币政策，丁安华维持全年新增信贷 8 万亿元的判断，数量工具仍是首选。短期看，如果新增外汇占款持续低于正常水平，央行在 7 月末至 8 月再次调低法定存款准备金率的可能性不大。利率工具再次运用的概率相对较低。

在政策积极的背景下，丁安华认为，中国经济将在二季度见底，下半年逐季回升，全年 GDP 增速 8.1%。种种迹象显示，二季度经济增速将回落至 7.8% 左右。另一方面，近期政策已转向稳增长，考虑到时滞，政策对经济的刺激作用将在下半年逐步显现。

考虑到受整体需求低迷影响，通胀水平将逐季下行，通胀走势在第三季度达到最低点，第四季度可能略有回升。预计全年 CPI 同比增长 2.7%。

经济下行已到尾声

A 股市场方面，招商证券策略研究团队表示，上半年的反弹是流动性改善带来的估值反弹，下半年随着经济基本面回暖，股市将向经济回升推动的中期反弹转化。

招商证券认为，5 月份以来，银行间中长期的利率开始明显回落，这意味着资金紧张局面的缓解已从短期资金扩散至中长期资金，流动性拐点已经确定，估值底部也相应确定。

此外，招商证券认为，中国经济下行周期已到尾声，下半年经济将回升，二季度是经济底，三季度将略回暖，四季度和明年上半年经济将显著回暖。

目前，欧债危机的风险仍未完全解除，市场对此仍存疑虑。招商证券认为，外部冲击对 A 股的影响已显著不同于 2008 年和 2011 年。尽管目前欧债危机仍有不确定性，国内进入上行的宏观政策周期，可以对冲外部的影响。

■机构观点 | Viewpoints |

资金面短期重新趋紧

中金公司研究部：由于季末理财产品回表导致融资需求上升，同时银行拆出资金的意愿也出现下降，回购利率在 6 月下旬仍将进一步上升，7 天回购利率有望回升至 3% 附近，局部时点可能上行至 3% 以上。上周正回购利率降幅低于存款基准利率降幅，如果本周不继续下调，也会在一定程度上抑制回购利率的下行。前瞻性地看，6 月末存款的大规模增长、7 月财政存款的增加以及公开市场较低的到期量会使得 7 月份资金面进一步趋紧，因此 7 月央行再度下调法定比率的可能性较大。

(成之 整理)

从5月开始再次启动入市步伐,单月新开A股账户16个

社保基金的择时选股之道

编者按：全国社保基金在国内股票市场的投资向来以“稳准”著称，这使得投资者格外关注其在 A 股市场的操作动向。本文希望通过分析社保基金在二级市场上具体的投资时点和投资标的的选择，寻找到一些可供投资者借鉴的方法和规律。

吴文

全国社会保障基金理事会 6 月 15 日通过其官方网站披露了 2011 年年报。数据显示社保基金管理的基金资产总额在 2011 年底达到 8688.20 亿元，其成立以来年均投资收益率 8.4%，跑赢同期通货膨胀率近 6 个百分点。同时，自 2003 年 6 月社保基金开始投资股票以来，其历年股票资产占全部资产的比例平均达到 19.22%，累计获得投资收益 1326 亿元，占全部投资收益的 46%；累计投资收益率为 364.5%，年化投资收益率高达 18.61%，较全部基金累计平均收益率高出超 10%，可见股票投资一直是社保基金收益的主要来源。

长线运作审慎投资

投资者最关心的问题之一是社保基金如何选择入市和离场的时点，即如何把握在二级市场系统性风险较大时减少投资，同时如何选择恰当的时点入市以获得丰厚的投资收益。

以最近的 2011 年为例，当年沪深 300 指数一路向下，跌幅高达 25.01%。而社保基金秉承其审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益的投资方针，及时调整投资结构，将资金转移至固定类资产和实业类资产的投资上，其中仅对持有至到期投资和长期股权投资就增加了 501.71 亿元，不但实现了规避系统风险的要求，也使其整体收益率保持在 0.84% 的水平，跑赢同期沪深 300 指数近 26%。

同时，社保基金“该出手时就出手”，在沪指最低探至 998 点的 2004 年大熊市中，能逆市而为不断增仓。自 2004 年三季度到 2006 年二季度的近两年时间内，社保基金的持仓量由期初的 4.32 亿股增加到 26.14 亿股，增仓规模达 5 倍左右。其建仓举动为低迷的市场注入了强心剂，也为之后 2007 年大牛市获取高回报埋下了伏笔，体现了其长期投资、价值投资和责任投资的基金管理理念。据随后的 2007 年年报显示，当年委托投资

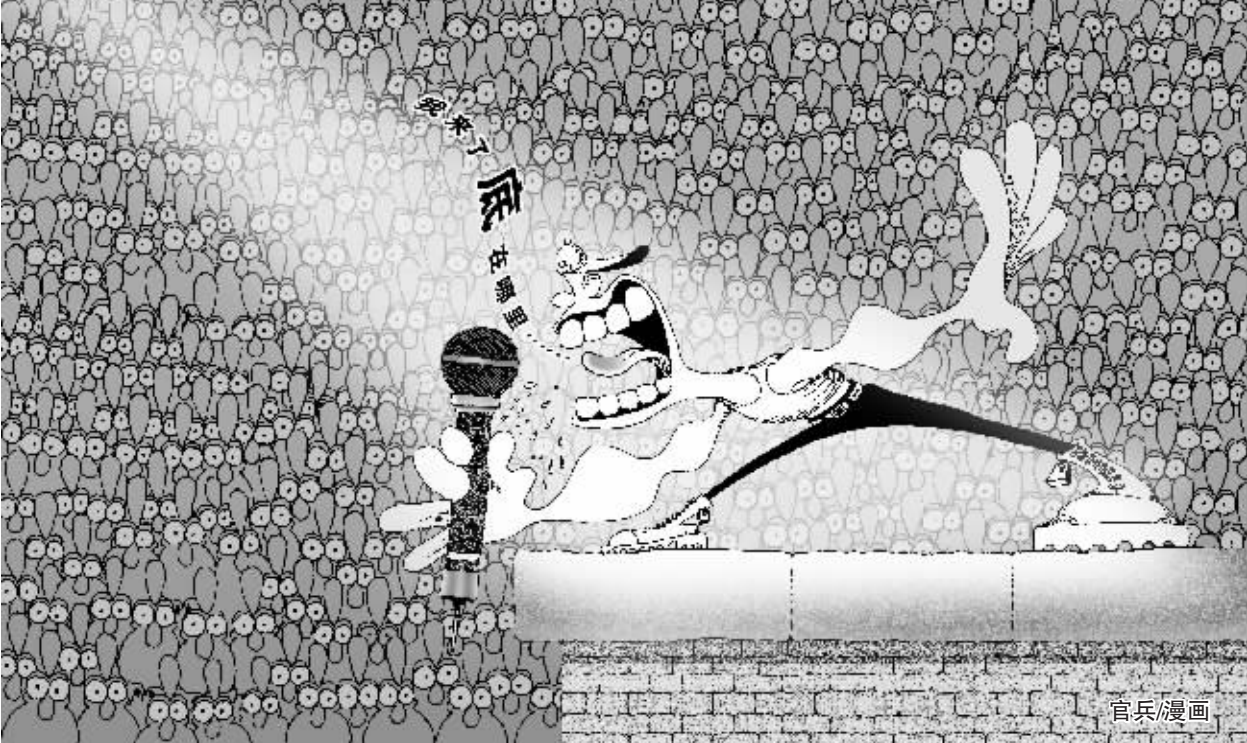
收益较上年同期大增超 7 倍，同时指数化投资收益增长更是超出 16 倍的水平。

然而，社保基金并未被账面盈利冲昏头脑，在 2007 年沪指接近 6124 点大顶的疯狂上涨过程中，冷静判断出市场系统性风险正在累积，并果断采取逐步减仓策略，仅 2007 年中报至季报短短三个月时间内就将持股数从 172 只减至 137 只，所持股票市值也减少近 11%。果不其然，当年 10 月后市场见顶回落，一年后竟跌逾 70%，20 多万亿市值蒸发。而在下跌期间社保继续减仓，持股数从 26.14 亿股减少到 7.78 亿股，减仓幅度近 70%。社保基金在上一轮牛熊转换的突变形势中成功“逃顶”，充分体现了其高抛低吸的投资之道，也实现了社保基金对老百姓“救命钱”保值、增值的管理使命。

蓝筹股是投资首选

另一个投资者关注的问题则是社保基金是如何选择投资标的。回顾近 9 年来社保的选股情况，蓝筹股是投资首选。2003 年社保基金首次入市，当年就实现收益 34.07 亿元，同比增长 13.07 亿元，其中仅对长江电力一只股票的投资就获得账面盈利超 2 亿元，同时中国石化也带来近 1 亿元的收益。之后社保基金又先后投资过交通银行、工商银行、中国银行、农业银行、深圳发展银行、国家开发银行、中国人保集团、信达资产管理公司、中国银联等金融企业，以及京沪高铁、大唐控股、中航国际、中节能风电等工商企业，投资总额约 870 亿元。同时，万科 A、华侨城、招商地产、金融街等房地产企业，兰花科创、南山铝业、盘江股份、国投电力、粤电力、焦作万方等资源、能源类企业、以及美的电器、小天鹅、九牧王、一汽轿车、一汽夏利、上汽集团、五粮液、三精制药、马应龙、法拉电子等大消费行业个股均是社保投资名单上的座上嘉宾。

总的来看，社保基金所选择的股票多以关系国计民生、对国民生



官兵/漫画

产总值贡献较大以及与产业结构转型相关的新兴产业中的蓝筹品种，这给市场传递了一个重要信息，即作为市值较大、业绩优良、估值合理且治理结构健全的蓝筹股代表，其稳健的现金流、先进的管理手段、与宏观经济关联度高正是这些公司的突出特征。而这种选股模式也是社保基金投资理念的体现，同时也和证监会主席郭树清今年以来反复在公开场合所倡导的

价值投资不谋而合。

蓄势以待再创佳绩

在盘点完社保基金之前的优秀业绩后，我们更关心的是社保当下在做什么。根据中国证券登记结算公司 6 月 18 日公布的数据显示，社保基金从今年 5 月开始再次启动入市步伐，单月新开 A 股账户 16 个。这意味着社保基金在 2011 年“广积粮”后已敏锐

社保开户难言见底

徐广福

近日有中登公司的数据显示，在间隔了 8 个月之后，社保基金再次在沪深两市分别开立了 8 个账户。此举被看多市场分析人士立刻拿来引用，并判断为市场已到底部，进而呼吁投资者入场。其实，这样的推导存在数据和逻辑链条的缺失，结论很难成立。

首先，看一下历史情况，可以发现社保自 2005 年之后大规模开户的情况有三次：2009 年 1 月份、2011 年 3 月份和 9 月份。如果我们剔除社保在开户的同时也大规模销户的情况，则仅有 2 次。2009 年初，在经历了惨烈的下跌之后，大量的股票打三折出售，再加上“四万亿”推出，合力造成了随后的一波牛市。但 2011 年 9 月份之后的市场，就没有

那么幸运了，到现在也还在阴跌之中。如果考察 2011 年社保的投资绩效，应是不尽如人意。可见，支撑“社保大规模开户预示底部”的数据并不是很充足。

再来看看当前市场的状况。在去年 8 月份市场还未见底的情况下，银行股率先见底；房地产个股也在去年 9 月份、10 月份见底，走出一波小牛市行情。但银行地产发力也未能扭转市场的跌势，指数仍处于下降趋势之中。同时，个股的分化日益明显。由于上市公司家数不断增多，过去齐涨共跌的格局早已成为历史。2400 多家股票，细分行业的多样化，市值的急剧膨胀，都使得市场的结构出现了巨大变化。这个正是很多人所说的结构性行情。比如目前的市场，多只银行股大幅回调之后创出三年多来的新低，甚至跌破净资产，但也有不少股票创

出了历史新高，像贵州茅台。从这样的市场结构看，个股很难形成向上的合力，这个位置很可能是一个政策底，但却不一定能成为市场底，至少对很多个股来说不会是底。

最后，再从社保的投资理念看，注重的是长期投资，大规模开户只是说明在做一些准备，到大规模增仓也还有一个过程。再说，社保一开户股指就拉升的可能性也不高，让社保给广大中小投资者抬轿子的现象实在难以想象。

市场底部何在？基本面分析者相对比较含蓄，而技术面分析者多数时候显得胸有成竹。事实上，所谓的大底往往要到市场走出去很长一段才知道。因此经常猜测市场底部的意义不是很大。在操作之前明确投资的出发点，执行之前的纪律，找到适合自己的盈利模式，才是最重要的。

(作者单位：湘财证券)

■微博看市 | MicroBlog |

玉名 (@wwcocoww)：周二市场有两个方面不是太好：第一是盘中缺乏抵抗，维持下降通道运行；第二是期指持仓超越警戒线后继续向上。而股市缩量，是不好的信号，意味着市场后期将重回阴跌模式。考虑到马上是端午节小长假，建议投资者短线减少操作，不妨降低持仓以防范阴跌。

鲜衣怒马 (@mahone)：在经济阶段性见底、通胀下行、政策正面的操作窗口，不要像吓破胆的小鸡。这时候都不敢出击，那憋着等 ROE 见底、过剩产能出清吧。5 月份欧债乱局把很多人吓着了。但是，看看 5 月份 A 股指数的表现，上证跌 1%，深证涨 2.90%，沪深 300 涨 0.22%，中小板涨 2.37%，创业板涨 7.2%，剔除石油银行，是红五月啊。

(成之 整理)

关心您的投资，关注证券微博：http://t.stcn.com

■分析师随笔 | Analyst Essay |

回顾14年前的市场博弈

陈瑞明

2012 上半年，看多理由从周期切换到政策逻辑，A 股市场的主线在周期、政策、体制三者中纠结演绎。在中国经济若干历史片段中，1998 到 1999 年也是典型的“周期、政策、体制”三者相互角力的时期。巧合的是，当时的 A 股表现与现在也有几分神似。回顾那段历史对于今天具有重要参考意义。

在 1997 年底，主流观点认为 1998 年经济即将启动新周期。在这样的乐观预期下，股市在 1998 年上半年表现优良，上证 A 股从 1100 点上涨至 1400 点。然而，到了 1998 年二季度，国内生产总值 (GDP) 增长仅为 6.8%，为 1993 年调控以来最低值，经济延续下滑态势。为此，政府启动刺激政策，一是释放宽松货币，二是实施积极财政政策。但是，政策刺激只在

1998 下半年发挥了短期效果 (GDP 年底回升到 8.7%)，到了 1999 年经济重归下行 (1999 年四季度 GDP 为 6.1%)。分析来看，这是因为体制力量发挥作用。其时，中国正进行金融体制改革和国企产权改革，银行“惜贷”和国企投资冲动下降，导致刺激政策无法有效传导。当年 A 股“预见”了这个情况，在 1998 年年中选择扭头向下，下半年共跌去 20%。

现在回头反思：1998 下半年虽有政策利好，宏观数据向上，但 A 股仍下跌，说明政策和表现数据并非市场“唯一解”，市场更在意长期增长问题 (可由体制解释)。而从 1999 年的宏观数据看，1998 年下半年的股市反应是有预见性的。1998 年到 1999 年给我们的三点启示：1) 政策短期有效，长期未必有效；2) 政策的效果需要体制配合；3) 体制力量长期占优。

现在市场热切期盼政策引领市场向上。但基于 1998 年到 1999 年政策与体制博弈的案例和启示，我们认为，有必要具体分析政策是否有效，以及体制有何向上力量。

首先，可以明确的是 2012 年经济的变数仍在固定资产投资，政策的刺激点主要也在这里。而分析固定资产投资，一边要看“融资方”行为，一边要看“投资方”行为。当前融资部门有两个行为特征：一是金融脱媒，二是信贷向国企倾斜。而投资部门中的四个子部门行为模式和约束条件各有差异：1) 国企享受信贷倾斜，但 2010 年国企实施经济增加值 (EVA) 考核后，不计报酬率的投资行为有所下降，因此单纯的货币刺激，对其效果不彰。2) 地方政府有很高投资冲动，但银行已逐步限制对其贷款，这意味着，货币刺激对地方政府几乎无效，2012 年地方政府的突破点在于发债或和大型国企 BT 合作。

3) 房地产中，开发商—银行—地方政府的链条没有中断，体制力量仍在起作用，约束条件是中央政策。这意味着，如果房地产政策放开，现行体制将放大政策效果。4) 私人投资中，短期取决于经济周期 (目前看不到信号)，中期取决于体制，在银行信贷不对私人部门倾斜的体制下 (虽然一季度小微企业贷款增速上升，但笔者认为只是政策喊话的短期效果)，私人部门投资的复兴取决于直接融资的进程，和垄断领域对私人部门的开放。

由上我们认为：1) 在金融脱媒背景和现行投融资行为模式下，货币政策效果不大。2) 2012 年政策能否稳住经济，关键点在于房地产政策。3) 如果政策维持现有力度，现有体制和周期性惯性的作用，经济恐将延续此前偏弱态势。4) 体制方面，2012 年对直接融资和民间资本进入可以更乐观些。

(作者单位：海通证券)