

2012 年 7 月 2 日

七月:2150-2300

——2012 年 7 月大势研判

相关研究

- 我们估计 2012 年 7 月上证指数主要波动区间为 2150 点至 2300 点。
- 目前我国证券市场正处于从以筹资为主的卖方市场向以投资为主的买方市场转型的重要历史期。面对中央经济工作会议赋予我国资本市场要更好发挥好积极作用的新要求、新任务，资本市场从监管部门到市场各方参与者坚定不移地深化改革创新，多项市场化举措和新产品加快面世，资本市场的覆盖面和包容能力不断拓展。
- 展望我国证券市场下半年的转型之路，预计将延续上半年的节奏加快推进，改革将涉及证券市场的各个方面、各个层次和各项要素。市场各方参与主体将以优化直接融资结构、建立与多层次资本市场相匹配的投资者体系、加快国际化步伐、加快产品创新和业务创新、健全市场基本制度、完善监管体系为目标，合力将市场化改革向纵深推进，以期实现市场整体的渐进。

证券分析师

魏道科 A0230511040068
weidk@swsresearch.com
钱康宁 A0230511040071
qiankn@swsresearch.com
蒋健蓉 A0230511040021
jiangjr@swsresearch.com
马骏 A0230511040011
majun@swsresearch.com

联系人

严晓鸥
(8621)23297818×7559
yanxo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1.上月市场分析总结	2
2.上月市场运行特征统计分析	2
2.1 2012 年 6 月市场运行概况	2
2.2 2012 年 6 月市场整体运行特征	2
2.3 2012 年 6 月板块运行	4
2.4 2012 年 6 月个股表现	5
3.市场发展环境分析	7
3.1 加快多层次市场建设	8
3.2 多方面完善基础制度建设	9
3.3 借力跨境ETF扩大对外开放	11
3.4 为证券市场大力引入“源头活水”	13
3.5 以产品的创新推动市场的转型	15
4.2012 年 7 月份行情总体估计	16
4.1 7 月份行情总体估计	16
4.2 技术分析	17
4.3 市场基本运行格局	18

1. 上月市场分析总结

2012 年 6 月上证指数震荡回落，主要波动区间在 2188 点至 2388 点间，当月收盘 2225.43 点，较 2012 年 5 月下跌 146.80 点，月度成交量减少。2242 点失守，2200 点一度跌破。我们曾估计上证指数 6 月份主要区间 2450 点至 2300 点，与实际运行的高低点分别误差 2.59% 和 5.08%。

上证指数 2012 年 6 月份开盘 2373.22 点，最低 2188.72 点，最高 2388.09 点，收盘 2225.43 点，跌 6.19%。月 K 线为上影线 14.87 点，实体为 147.79 点，下影线为 36.71 点的阴线。沪市 6 月份成交额为 12133 亿元，较 5 月的 19361 亿元减少 37.33%。

2. 上月市场运行特征统计分析

2.1 2012 年 6 月市场运行概况

表 1：2012 年 6 月沪深市场运行概况

项目	2012 年 6 月 29 日			与 2012 年 6 月 31 日相比		
	上海	深圳	两市	上海	深圳	两市
上证指数/深证综指/申万 A 股	2225.43	921.40	2020.19	-6.19%	-4.77%	-6.27%
上证 180/深证 100/申万 300	5279.95	3391.09	1833.50	-6.25%	-7.18%	-6.65%
上证 50/深成指/申万 50	1708.86	9500.32	1740.38	-5.31%	-6.32%	-5.31%
新综指/中小板指/沪深 300	1882.54	5165.40	2461.61	-6.23%	-4.38%	-6.48%
市价总值（亿元）	152102.7	72127.6	224230.4	-6.03%	-4.31%	-5.49%
流通市值（亿元）	125247.8	45865.2	171113.0	-6.23%	-4.86%	-5.87%
A 股总股本加权平均价格（元）	6.35	10.69	7.30	-6.66%	-6.85%	-6.53%
A 股算术平均价格（元）	9.68	12.99	11.71	-8.78%	-6.88%	-7.42%
A 股总股本加权平均市盈率（扣除亏损股）	11.9	21.9	13.5	-5.96%	-5.67%	-5.89%
A 股总股本加权平均市净率（扣除净资产股）	1.72	2.61	1.93	-3.82%	-4.57%	-3.85%

注：申万系列指数自 2011 年起按自由流通 A 股进行加权计算

数据来源：申万研究，详细数据请见 www.swsresearch.com

2.2 2012 年 6 月市场整体运行特征

2.2.1 行业贡献度

表 2：2012 年 6 月申万一级行业贡献度分析

行业	贡献度	涨跌幅
机械设备	13.77%	-9.68%
采掘	11.25%	-15.08%
有色金属	9.63%	-9.53%
化工	9.51%	-8.56%
交运设备	8.51%	-10.17%

合计

52.7%

数据来源：申万研究

2.2.2 个股贡献度

表 3：2012 年 6 月沪深两市 A 股贡献度分析(不包括本月实施股改的股票)

沪市						深市					
股票简称	正向贡献度%	涨跌幅%	股票简称	反向贡献度%	涨跌幅%	股票简称	正向贡献度%	涨跌幅%	股票简称	反向贡献度%	涨跌幅%
中国神华	5.50	-10.33	中国人寿	-3.03	6.58	冀中能源	3.09	-23.93	海康威视	-2.10	16.15
中国石油	4.96	-2.56	农业银行	-2.97	3.13	攀钢钒钛	2.69	-20.43	云南白药	-1.63	16.60
中国石化	3.43	-5.69	中国平安	-2.37	9.19	广发证券	2.28	-8.50	歌尔声学	-1.43	19.99
工商银行	2.33	-1.72	华能国际	-1.48	19.26	洋河股份	2.26	-5.30	酒鬼酒	-1.20	34.02
上汽集团	2.03	-9.10	中国太保	-1.07	6.34	比亚迪	2.06	-19.27	泸州老窖	-1.07	6.98
潞安环能	1.78	-22.46	康美药业	-0.78	21.70	西山煤电	2.04	-12.97	盐湖股份	-1.06	7.68
上海电气	1.53	-20.97	大唐发电	-0.75	11.49	冀东水泥	1.79	-25.33	海思科	-0.96	42.36
中国银行	1.48	-2.05	华电国际	-0.68	30.95	格力电器	1.63	-8.55	东方园林	-0.73	17.44
包钢稀土	1.48	-10.72	新华保险	-0.58	4.68	苏宁电器	1.50	-8.41	杰瑞股份	-0.72	13.05
中信证券	1.44	-8.28	国电电力	-0.55	11.36	中联重科	1.43	-7.56	华润三九	-0.65	12.22

数据来源：申万研究

说明：参照沪深两市交易所的指数编制方法，沪市新股第 11 个交易日计入指数，深市新股按首日收盘价计入指数。

2.2.3 市场成本

表 4：不同时间段的上海市场成交额加权平均成本

时间段	加权平均成本
2001 年 6 月 14 日-2012 年 6 月 29 日	3036
2002 年 7 月 1 日-2012 年 6 月 29 日	3052
2003 年 11 月 13 日-2012 年 6 月 29 日	3075
2004 年 4 月 7 日-2012 年 6 月 29 日	3089
2005 年 6 月 3 日-2012 年 6 月 29 日	3114
2007 年 2 月 27 日-2012 年 6 月 29 日	3158
2007 年 10 月 17 日-2012 年 6 月 29 日	2985
2008 年 10 月 29 日-2012 年 6 月 29 日	2765
2009 年 8 月 4 日-2012 年 6 月 29 日	2823
2010 年 11 月 11 日-2012 年 6 月 29 日	2670

数据来源：申万研究

2.2.4 市场估值水平

图 1：上海 A 股平均股价变动图

图 2：上海 A 股流通股加权平均市盈率变动图（扣除亏损股）

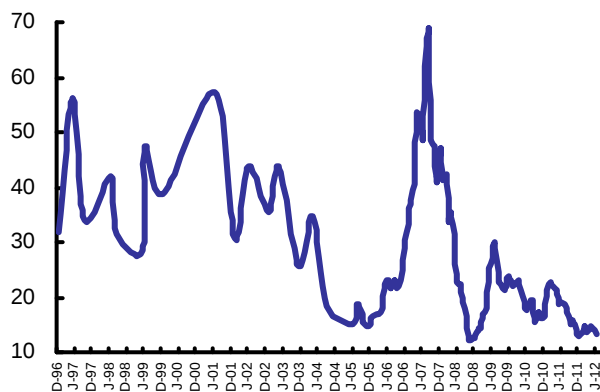
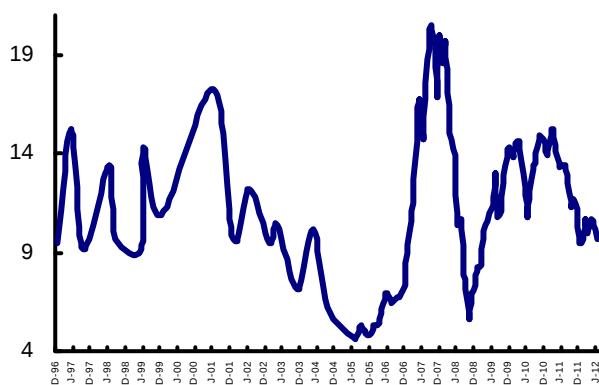
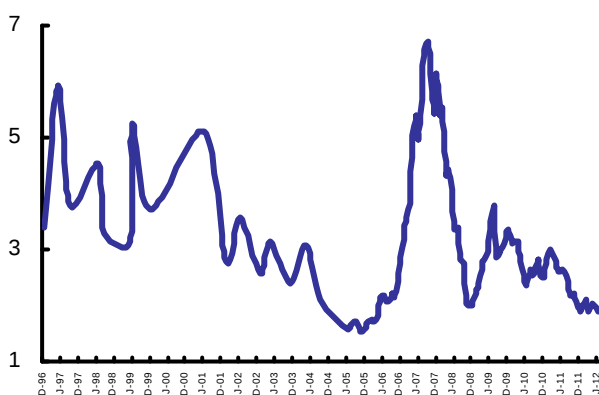


图 3：上海 A 股流通股加权平均市净率变动图（扣除负资产股）



数据来源：申万研究

2.3 2012 年 6 月板块运行

2.3.1 申万风格指数

图 4：申万风格指数月度及 2012 年以来表现

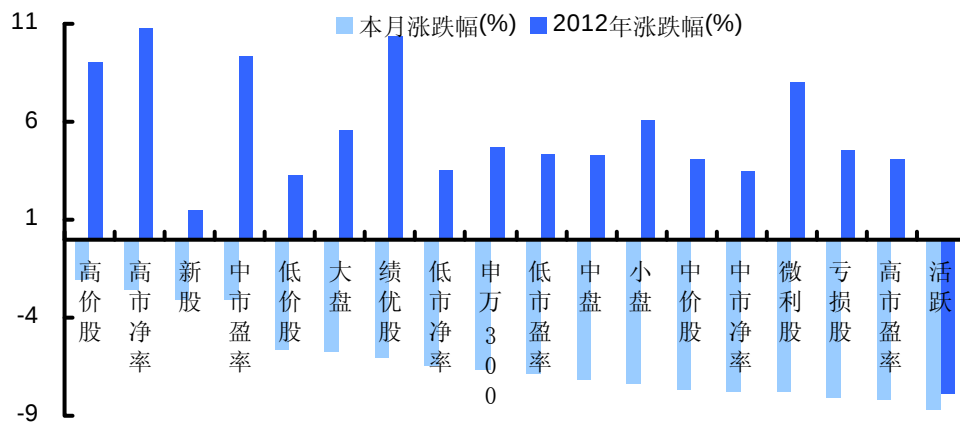
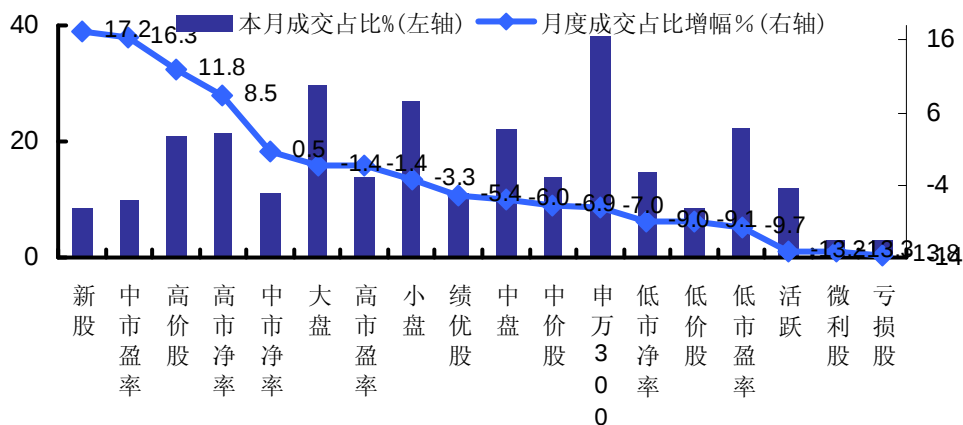


图 5：申万风格指数月度资金流向图



2.3.2 申万行业指数

图 6：申万行业指数月度及 2012 年以来表现

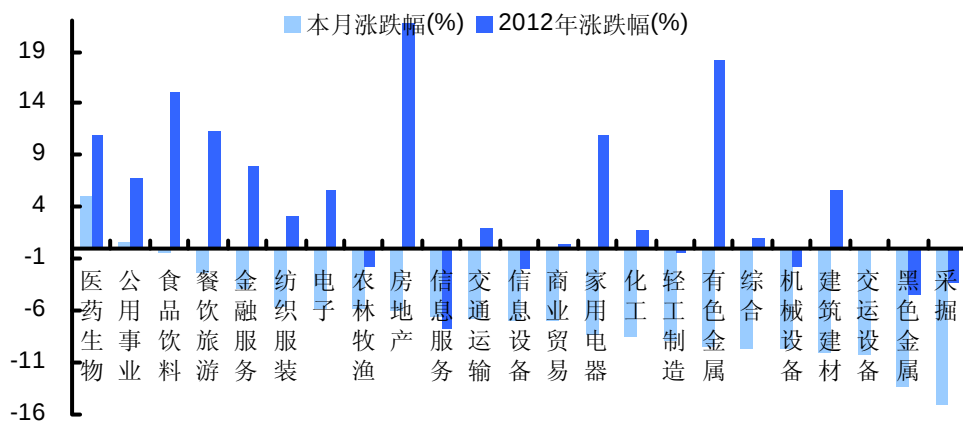
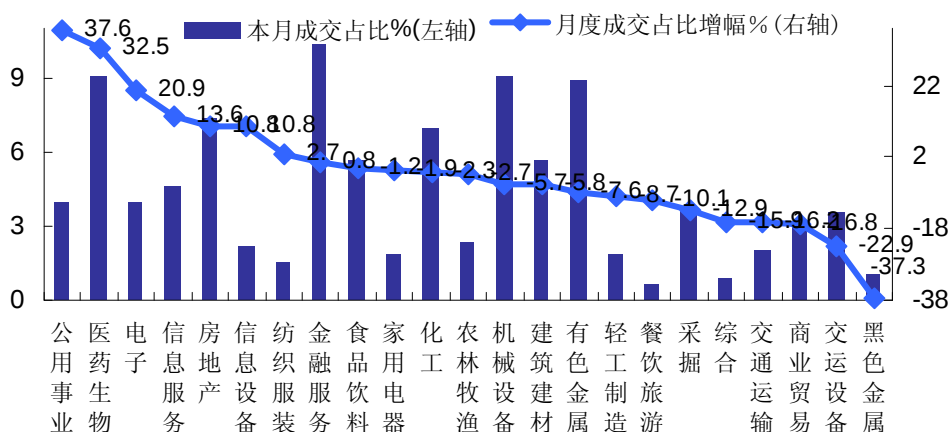


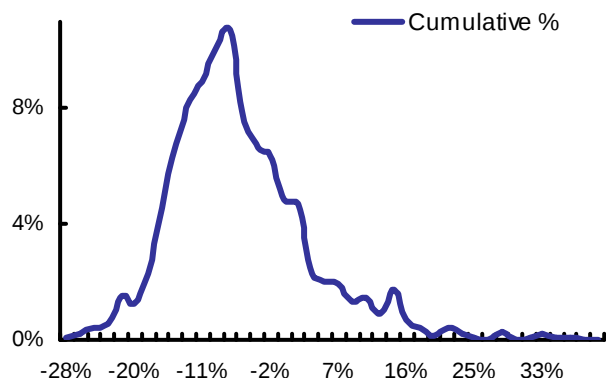
图 7：申万行业指数月度资金流向图



2.4 2012 年 6 月个股表现

2.4.1 涨跌幅分布

图 8：2012 年 6 月沪深两市 A 股涨跌幅分布图



数据来源：申万研究

2.4.2 涨跌幅榜

表 5：2012 年 6 月沪深两市 A 股涨幅前 10 名和跌幅前 10 名个股

股票代码	股票简称	股价（元）	涨跌幅（%）	股票代码	股票简称	股价（元）	涨跌幅（%）
600385	*ST 金泰	5.07	45.69	002073	软控股份	8.38	-28.38
002349	精华制药	14.99	44.55	600163	福建南纸	5.08	-28.25
000669	*ST 领先	25.99	35.86	600617	ST 联华	8.78	-27.92
000799	酒鬼酒	52.40	34.02	002211	宏达新材	6.21	-27.37
600687	刚泰控股	18.82	33.10	600495	晋西车轴	10.65	-27.00
600478	科力远	27.67	32.77	600546	山煤国际	20.92	-26.59
300023	宝德股份	12.64	32.08	600070	浙江富润	7.04	-26.44
000014	沙河股份	9.70	31.62	601113	华鼎锦纶	4.53	-25.56
600027	华电国际	4.19	30.95	600707	彩虹股份	5.92	-25.54
600613	永生投资	17.34	27.69	600381	贤成矿业	3.87	-25.43

数据来源：申万研究

2.4.3 权重股表现

表 6：2012 年 6 月沪深两市总市值前 10 名个股表现

股票代码	股票简称	权重（%）	涨跌幅（%）	股票代码	股票简称	权重（%）	涨跌幅（%）
601857	中国石油	9.58	-2.56	002304	洋河股份	2.02	-5.30
601398	工商银行	6.78	-1.72	000858	五粮液	1.73	1.58
601288	农业银行	4.98	3.13	000776	广发证券	1.23	-8.50
601988	中国银行	3.61	-2.05	000002	万科 A	1.20	-3.68
600028	中国石化	2.89	-5.69	000001	深发展 A	1.08	-3.38
601628	中国人寿	2.49	6.58	000157	中联重科	0.87	-7.56
601088	中国神华	2.42	-10.33	000651	格力电器	0.87	-8.55
600519	贵州茅台	1.62	1.04	000568	泸州老窖	0.82	6.98
601318	中国平安	1.43	9.19	002024	苏宁电器	0.82	-8.41
600036	招商银行	1.26	-2.85	002415	海康威视	0.76	16.15

数据来源：申万研究

2.4.4 新股表现

表7：2012年6月沪深两市上市新股

股票代码	股票简称	申万行业	上市日期	流通A股 (万股)	发行价 (元)	首日涨幅 (%)	首日换手率 (%)	最新收盘 (元)	上市后涨幅 (%)	流通市值 (亿元)
300320	海达股份	橡胶	12-6-1	1667	19.80	0.66	52.53	19.19	-3.71	3.20
300323	华灿光电	光学光电子	12-6-1	5000	20.00	-0.40	39.36	17.84	-10.44	8.92
300325	德威新材	塑料	12-6-1	2000	17.00	-2.18	51.10	15.96	-4.03	3.19
002679	福建金森	林业	12-6-5	3468	12.00	6.83	71.25	12.04	-6.08	4.18
002680	黄海机械	专用设备	12-6-5	2000	21.59	47.75	81.06	35.95	12.70	7.19
002681	奋达科技	白色家电	12-6-5	3750	12.48	-4.41	41.36	11.59	-2.85	4.35
300322	硕贝德	通信设备	12-6-8	2334.5	14.30	-2.17	39.06	16.73	19.59	3.91
300324	旋极信息	计算机应用	12-6-8	1400	27.00	-5.22	35.92	25.38	-0.82	3.55
601965	中国汽研	交运设备服务	12-6-11	19200	8.20	-7.56	32.83	6.87	-9.37	13.19
002682	龙洲股份	公交	12-6-12	4000	10.60	-7.92	37.84	10.63	8.91	4.25
002683	宏大爆破	化学制品	12-6-12	5476	14.46	10.65	62.05	16.26	1.63	8.90
002684	猛狮科技	汽车零部件	12-6-12	1330	22.00	-3.64	32.12	34.23	61.46	4.55
002685	华东重机	专用设备	12-6-12	5000	9.99	-9.11	24.61	8.88	-2.20	4.44
601339	百隆东方	纺织制造	12-6-12	15000	13.60	-9.34	22.13	11.24	-8.84	16.86
300326	凯利泰	医疗器械	12-6-13	1300	29.09	62.22	71.34	51.71	9.58	6.72
300327	中颖电子	半导体	12-6-13	3200	12.50	-3.68	33.54	11.50	-4.49	3.68
300328	宜安科技	通用机械	12-6-19	2800	12.80	12.11	63.77	14.87	3.62	4.16
300329	海伦钢琴	家用轻工	12-6-19	1677	21.00	-5.19	27.04	18.40	-7.58	3.09
300330	华虹计通	计算机应用	12-6-19	2000	15.00	0.20	51.91	15.62	3.93	3.12
300331	苏大维格	光学光电子	12-6-28	1550	20.00	2.05	46.92	22.45	10.00	3.48
300332	天壕节能	环保工程及服务	12-6-28	8000	8.18	33.62	74.74	10.41	-4.76	8.33
300333	兆日科技	计算机设备	12-6-28	2800	23.00	9.65	53.46	26.71	5.91	7.48
平均				4316	16.57	5.68	47.54	18.84	3.28	5.94

数据来源：申万研究

3. 市场发展环境分析

展望我国证券市场下半年的转型之路，我们预计市场化改革将延续上半年的节奏加快推进，改革将涉及证券市场的各个方面、各个层次和各项要素。市场各方参与主体将以优化直接融资结构、建立与多层次资本市场相匹配的投资者体系、加快国际化步伐、加快产品创新和业务创新、健全市场基本制度、完善监管体系为目标，合力将市场化改革向纵深推进，以期实现市场整体的渐进。

表8：年内政策展望

政策类别	政策内容
市场建设	以“新三板”扩容为契机，加快场外交易市场建设 调整“红利税”，推进资本市场税收优惠政策的落实

基础制度	启动转融通业务，放大市场内资金和证券容量
	通过主板、创业板退市制度的实施，保证市场的优胜劣汰
	鼓励和引导上市公司建立分红决策机制、加大分红比例
对外开放	上市公司并购重组分道审核制正在准备中
	做好跨境 ETF 发行和上市工作
	先债后股吸引海外公司境内融资的探讨
机构发展	进一步加快引入长期机构投资者的步伐
	保险业和证券业实行双向开放
	淡化行政约束，鼓励证券和基金公司创新
产品创新	国债期货交易启动
	证券公司资产管理备案制
	大力发展交易所交易基金
	优化大宗交易机制
	研发证券公司分级资产管理计划
	建设原油期市，在国债期货基础上，稳妥推出白银焦煤期货

资料来源：申万研究

3.1 加快多层次市场建设

3.1.1 以新三板“扩容”为契机，加快场外市场建设

新三板扩容，建立统一监管下的全国场外市场是未来多层次资本市场建设的重点。

国务院副总理王岐山 3 月 27 日在北京考察中关村非上市公司股份转让试点工作时明确：场外交易市场是多层次资本市场的重要组成部分。要按照“十二五”规划和全国金融工作会议的要求，把握好“稳中求进”的总基调，认真总结试点经验，加快推进体制机制改革和组织制度创新，探索建设场外交易市场，努力提高直接融资比重，优化金融结构，满足多元化投融资需求，更好地服务实体经济。证监会副主席姚刚也在首届岭南论坛中指出：从 9 个方面深化改革，增强资本市场服务实体经济的能力，其中第一项是“加快统一监管的场外柜台交易市场建设”。据此判断，我国多层次资本市场建设将进入一个全新阶段——标志是以场外交易为特征的新三板。

一年来，有关各方为此作了很大努力，新三板的扩容及转板已在积极规划之中，新三板的推广也在有效推进。经过多次证监会主席会议讨论的新三板扩容方案，再次报国务院审批。获批后，将先从目前的接近 100 个高新技术园区企业中选择挂牌公司，在条件成熟之后，将扩大到全国的所有股份制公司，而企业的选择不以地域为划分因素。乐观估计，到今年三季度，新三板将会有长足发展，届时我国多层次资本市场的架构也就相对比较完整了。当下，如何突破新三板公司对股东人数及身份的限制，设法建立一套适合新三板实际的、具有较高运行效率的交易系统，应该说是最为关键的。此外，还有一些问题需要进一步深入研究并制定合理的方案：比如全国性市场与地方产权交易所的关系、做市商制度是否可推出、证券公司是否有充分的准备参与二级市场做市商，场外市场与主板之间的“降板”或退市问题、场外市场转主板的问题等。

3.1.2 柜台交易业务有望试点

年初以来，证券业协会多次召集部分主办券商拟订《证券公司柜台交易业务试点暂行办法（草案）》。该方案经过多次讨论完善后，已上报中国证监会领导审阅。拟订中的由证券公司主导的柜台交易业务，是场外市场业务的重要组成部分，经试点逐步发展的若干个区域性柜台市场是场外市场业务的基础性市场，是对全国性新三板业务市场的补充和完善，两者相辅相成共同服务于中小企业，共同构成由中国证监会统一监管下的场外市场业务。预计在新三板业务扩容方案实施之后，柜台交易业务将尽快推出。

3.1.3 债券市场发展着重互联互通

3 月份国务院发布的 2012 年深化经济体制改革重点工作意见第十一条明确提出，促进多层次资本市场健康发展。“建立债券市场监管协调机制，明确监管责任，促进债券市场互联互通”，在该条目下四项内容中居第二位。该条目下的工作由证监会、人民银行、发展改革委、能源局、商务部负责。根据证监会的部署，将着力推进债券市场制度规范的“五个统一”，即统一准入条件、信息披露标准、资信评级要求、投资者适当性制度和投资者保护制度，在此基础上，进一步促进场内、场外市场互联互通，逐步建设规范统一的债券市场。另外，公司信用类债券部际协调第一次会议于 4 月 5 日召开，由部际协调机制召集人、央行行长周小川主持，国家发改委副主任连维良、中国证监会主席郭树清出席会议。审议通过了《公司信用类债券部际协调机制议事规则》，就进一步推动公司信用类债券市场改革发展有关问题进行了深入讨论，就促进监管协调，建立公司信用类债券数据信息的共享机制等具体事项达成一致意见。本次会议标志着分割多年的银行间债券市场与交易所债券市场的互联互通取得了重大突破。根据国务院的决定，自 2008 年 10 月 9 日起，对储蓄存款利息所得免征个人所得税，然而个人持有企业债券所获得的利息收入仍然征收个人所得税，这一政策明显不利于个人投资者参与债券投资。我们认为，未来要大力发展债券市场，相关税收政策的改革将首当其冲。

3.1.4 资本市场税收优惠

郭树清主席 3 月表示证监会正在和有关部门探讨资本市场税收优惠政策。资本市场税收优惠政策，红利税可能先行调整。自证监会主席郭树清就任以来证监会的一系列政策主要围绕强化投资者回报和权益保护。可以预见今后政策的出台也仍将以上述目标为导向。今后关于保护投资者利益的政策可能主要集中在方面：一，继续完善上市公司分红制度；二，严厉打击内幕交易；三，股票投资者分类计划。

3.2 多方面完善基础制度建设

3.2.1 转融通开启在即

2011 年底，管理层决定将融资融券从试点业务改为常规业务，同时成立相应的专业机构，实施转融通。近期，《证券借贷交易实施细则》和证券借贷交易业务平台正在加紧制定和开发过程中，中国证券登记结算有限责任公司、中国证券金融股

份有限公司和市场参与人已经接受相关测试，随着前期各项准备工作的陆续完成，预计转融通将于下半年平稳启动。

转融通推出的最直接市场影响就是放大市场资金和证券容量：未来，预计获得业务资格的券商可能会扩展到 80 家左右，两融业务的标的也会成倍放大，如果按照每家券商融资融券规模上限 30 亿（证券金融公司注册资本 60 亿的 50%）来计算，整个转融通业务量将达 2000 亿元以上。转融通也使得融资和融券不再受限于证券公司的自有资金和证券，建立了一条完整的资金和证券的供需链，从而打通社会资金和证券的融通渠道。这对投资者、尤其是机构投资者而言，将带来新的盈利模式，改善其收益—风险结构，也将推动证券公司、基金公司等理财机构的产品创新。此外，一旦转融通开放，符合条件的 ETF 将成为融资融券标的，ETF 将在短期内迎来黄金发展期。最后，转融通机制的建立，将一改融资融券规模受限的缺陷，使其真正发挥完善市场机制的作用，意味着国内股市的个股做空时代的来临。

3.2.2 退市制度再设计

中国证监会主席郭树清在全国“两会”接受媒体采访时表示，主板退市制度有望今年上半年推出；深交所也在去年底发布了《关于完善创业板退市制度的方案征求意见稿》。这标志着被市场热议多年的上市公司的退市制度已经渐行渐近，中国证券市场特有的“不死鸟”现象将被终结，证券市场将会真正迎来优胜劣汰、价值发现、资源有效配置的时代。

目前，《创业板退市制度修改意见稿》已征求意见并修改完成，深交所《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》和上交所《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》均已结束征求意见，预计将于近日正式发布。

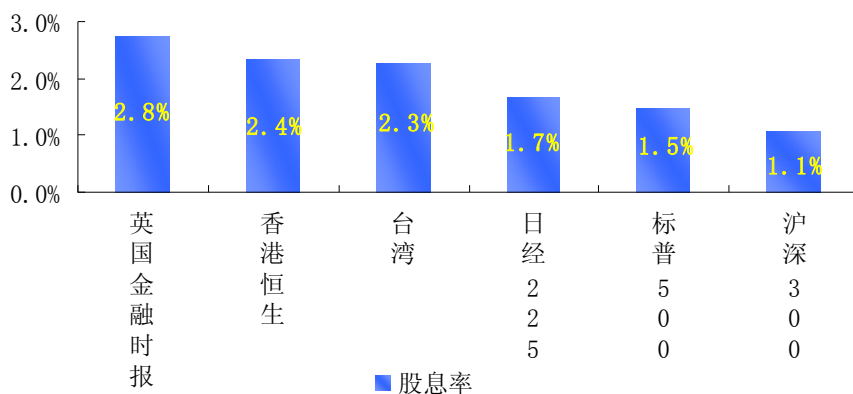
借鉴国外经验，我们预计 A 股退市制度改革与再设计可能集中在以下几方面：一是在设计理念上，退市标准与上市标准应该相辅相承、相互呼应，只有这样的退市标准与上市标准，才能做到互联互通、相互匹配，才能真正发挥股市的资源配置功能。二是建立多元化退市标准体系。退市制度设计必须建立“多元化”退市标准体系，以财务类标准为主，以市场化标准及行政性标准为辅，将净利润、净资产、总资产等指标纳入财务类退市标准之中，以此构建真正有效的淘汰机制。三是定量化退市标准。量化的退市标准更清晰、更透明，易于操作、便于理解，可以减少人为因素或主观因素干扰。

3.2.3 强化分红，提高投资者回报

分红作为对股东投资回报的一种方式，是保护投资者收益的有效措施。发达国家的经验表明，全面强制分红存在不合理性，分红政策应与上市公司发展阶段相匹配，鼓励分红更多需要的是政策的引导。预计后续分红制度改革的重点将集中在以下三方面：一是监管部门积极协调降低公司与分红相关的操作成本，提高对股东的回报（目前上市公司股东获得现金分红，还需缴纳 20% 个人所得税）。二是督促上

上市公司充分披露其未分红的具体原因、未分配资金用途和预计收益、实际收益与预计收益不吻合原因等信息。对未按承诺比例分红、长期不履行分红义务的公司要加强监管约束，帮助企业牢固树立回报股东观念，持续推动企业完善其公司治理。三是鼓励和引导上市公司建立持续、清晰、透明、符合价值投资理念的决策机制和分红政策。

图 9：中国股市分红率只有主流市场的一半水平



资料来源：Wind，申万研究

3.2.4 并购重组筹备“分道制”

证监会副主席庄心一 3 月 29 日在“清华大学五道口金融学院成立大会”会后接受中国证券报记者采访时表示，上市公司并购重组分道审核制度目前“正在准备中”。“分道制”将随着与其相关的配套项目、基础工作逐项出台实施或准备到位而启动并逐步推开。考虑到相关各方情况的差异，此项制度也可能先从具备条件的地方做起，进度服从质量，实践中不断完善，逐步扩大。

3.3 借力跨境 ETF 扩大对外开放

3.3.1 跨境 ETF 渐行渐近

2 月 13 日，证监会公告显示，正式受理港股 ETF 和沪深 300ETF 的产品申报，标志着两大创新型 ETF 经过多年准备，终于“修成正果”。我们乐观预计，跨境 ETF 下半年将正式进入操作层面。

在海外发达市场，跨境 ETF 的发展也已经比较成熟。据不完全统计，截至 2011 年 10 月，全球跨境 ETF 的规模占 ETF 总规模的一半左右（根据彭博统计数据显示，全球处于活跃交易的 ETF 共 7841 只，其中 3877 为跨境发行，约占 49.4%）。跨境 ETF 成为继跨境 IPO 和存托凭证之外的，全球跨境发行的第三种主要方式，尤其在英国、瑞士、意大利、法国、墨西哥、德国、荷兰等成熟市场非常流行。

跨境 ETF 是近年来全球市场的发展热点，年内有望登陆国内市场。。

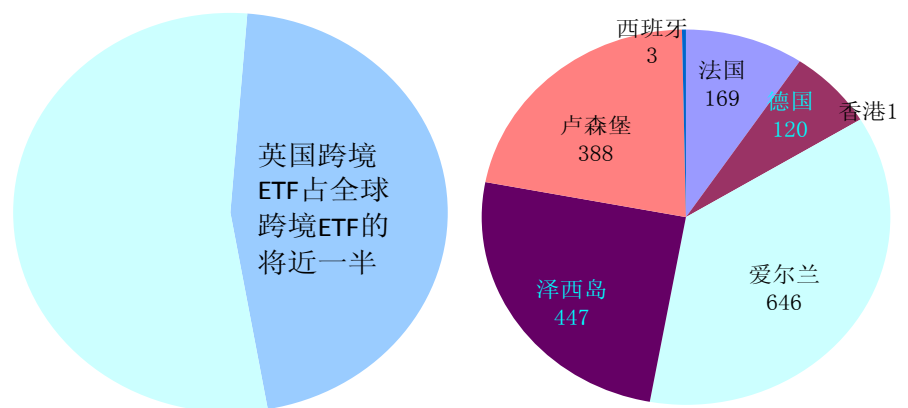
表 9：海外跨境 ETF 发行概况

交易所所在地	跨境 ETF 数量（只）	跨境 ETF 市值（百万美元）
英国	1759	1225227.79
瑞士	643	259961.14
意大利	562	295493.37
法国	211	57562.77
墨西哥	190	76747.3
德国	107	32813.81
荷兰	104	400197.58
新加坡	67	21705.4
美国	53	22892.02
瑞典	49	9390.24
香港	38	32893.54
智利	28	6108.34
奥地利	21	22174.95
澳大利亚	21	5083.29
挪威	8	41126.55
日本	5	426.24
波兰	3	936.97
里斯本	3	19676.73
台湾	3	2371.46
布鲁塞尔	1	35034.84
加拿大	1	15.84
总计	3877	2567840.185

注：数据截至日期为 2011 年 10 月 15 日

资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：英国的跨境 ETF 市场非常成熟，产品多源自西欧地区



资料来源：Bloomberg，申万研究

不难预见，跨境 ETF 将成为中国投资者在全球范围进行投资和风险管理的有效工具。我国目前在跨境 ETF 的基金管理中面临许多挑战，主要体现在对于跨境发行的市场准入限制和外汇限制两方面。跨境 ETF 运作流程也比较复杂，东道国和发行

方存在交易时间不同、交易规则不一样、发行货币不同等等差异。如何对现金替代部分进行监控，如何规避跨境、跨市场产生的价格波动风险，如何化解境外托管人及证券公司的经营风险等，诸多技术细节需要在未来政策安排和监管体制上充分予以考虑。

3.3.2 先债后股吸引海外公司境内融资的遐想

6月中旬，上交所总经理张育军在接受《财经国家周刊》记者专访时表示，描绘了未来证券市场国际化的蓝图，包括筹备国际板、鼓励外国公司来华发债、将国外产品（比如说 SP500，纳斯达克 100 等指数产品）引入上交所以及人才的国际化。

5月底，国家发改委、商务部、外交部、科技部、工信部、财政部、人民银行、海关总署等八部门也联合发布了《关于加快培育国际合作和竞争新优势的指导意见》，提出要研究制定境外企业到境内发行人民币股票的制度规则，认真做好相关技术准备，适时启动境外企业到境内发行人民币股票试点；研究允许境外机构在境内发行股票、债券、基金等，逐步放宽境内机构在境外发行有价证券，拓宽境内投资者对外证券投资渠道。

我们认为，随着各项规则以及技术准备的不断完成，“国际板”正在摸索中前进，而先债后股的方式不失为我国推出“国际板”的有益尝试。一来，由于发股和发债都是吸引海外优质企业来我国市场直接融资的有效方式，而且，固定收益类方式具有风险相对较小、后期还可以通过可转债方式实现进入股票市场的可能。二来，鼓励海外企业来华发债也有利于壮大我国债券市场，利于国内机构加大对国际资源的有效配置。

3.4 为证券市场大力引入“源头活水”

3.4.1 大力引入长期资金入市

郭树清担任中国证监会主席以来，反复强调，要鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市。预计在广东省的养老金“入市”试点成功后，更多的长期资金将陆续进入我国资本市场。首先，资金规模不断扩大的企业年金，将成为加快机构资金“入市”方面的着力点。其次，对于大量的地方社保基金和公积金，预计将参照全国社保的做法，由各地方组建地方社保基金理事会和公积金理事会，有条件的可以自行构建投资管理团队，也可以参照企业年金管理方式，以市场化方式委托实力强、风控意识高的专业投资机构进行管理运作。再次，可能扩充企业年金投资管理人队伍，尤其要扩充基金公司和证券公司等金融机构，实现投资资产管理队伍的多元化。

3.4.2 保险业与证券业双向开放

经保监会和证监会近期会商，今后保险业和证券业将实行双向开放，在产品、渠道、托管等方面基本打通。目前正在落实的项目包括：保险公司有望通过香港资

机构投资者的发展预示着金融混业经营的大趋势。

产管理子公司参与 RQFII 业务,以及保险公司未来参与融资融券业务时或将享受“特别通道”待遇等。6 月中旬,保监会相关领导也表示将力推 13 项险资投资新政,开放所有预期投资工具。13 项新政正在征求意见,预计不久将陆续出台。

保监会数据显示,2011 年底我国保险行业资产总额共计 6.01 万亿元。我们预计,未来 3、4 年,保险资产规模将达 10 万亿,保险公司将位居金融产业链的顶端。这一巨额资金如何运用将决定保险业的发展。因此,必须改变投资渠道狭窄、大量资金闲置的现状,才能实现保险资金持有者的收益最大化。我国保险公司应积极借鉴国际经验,努力提升自身的投资管理能力。首先,要在实施“主业增强、适度多元”战略下,通过并购或参股其他专业投资机构,如证券投资基金管理公司、信托投资公司、期货经纪公司、咨询公司等,健全资产管理机构体系,开拓新的资产管理业务领域,为客户提供多样化、专业化资产管理服务。其次,要参照市场标准,加快资产管理公司建设,加强资产战略配置的前瞻性研究,并健全投资管理绩效考核制度,使资产管理公司成为资本市场有竞争力的机构投资者。再次,要在立足国内资本市场的基础上,放眼全球,积极跟踪国际市场趋势,稳步推进境外投资业务,通过国际化配置,有效提升资产管理的盈利能力。此外,要针对金融市场与业务的不断创新,适应客户的需求,有效推出新的金融产品,努力拓展第三方业务的利润增长点,提升资产管理的盈利水平。最后,要在严格执行投资、交易制度的基础上,切实防范操作风险。要强化市场风险和信用风险的研究,优化战略资产配置,采取有效对冲措施防范资产管理的市场风险。

3.4.3 推进证券公司和基金公司创新

证监会副主席庄心一 3 月在接受访问时表示,凡是证券公司自治、行业自律、市场制约能够解决的问题,均应取消行政审批,留出足够的空间让证券公司提高创新能力和服务水平。5 月 7 至 8 日证券行业创新大会的召开,更是绘就了行业发展的新蓝图,引领着证券行业进入创新发展的“黄金时代”。从通道中介模式向资本中介模式转型,现已成为行业共识。未来如何打开业务、产品和服务的创新空间,并通过兼并重组做大做强,将成为证券公司实现差异化竞争、发挥比较优势的关键。

预计三季度开始将进入各证券公司创新战略的密集发布期,随后多元化产品的不断推出将丰富投资者的投资渠道和品种选择。因此我们认为,对于证券公司,淡化行政审批和鼓励创新将是未来发展的两大主题词。监管层放松管制信号的发出,将显著改善证券公司的经营环境。证券公司通过业务创新还将带动管理的创新。未来证券公司的管理创新主要表现在组织架构、营业部、产业链布局和激励机制等方面。未来证券公司能够根据各自业务发展战略和客户服务需要自主设计组织架构,允许证券公司全资拥有或控股基金管理公司,这有利于促进证券公司的转型发展。

基于目前基金产品相似程度高,缺少真正具有辨识度的新颖产品的现状,中国证监会一直大力支持和推动市场各方主体积极探索基金产品创新。鼓励创新关键在于提高创新的层次。分级基金、固定收益类基金等都不失为有益的尝试,未来预计将在合规的前提下,积极鼓励基金公司根据不同渠道客户特征差异推出有针对性的

产品，通过产品创新、投资创新、服务创新等来发展壮大。对于满足投资者需求的创新品种，预计将适当简化审核程序，择机向市场推广。此外，近期市场热议中登公司是否将重新开放信托证券账户开设。暂停超过 30 个月的信托证券账户开设可能有所松动。由于没有新增信托证券账号，目前新发的阳光私募产品用的都是信托公司的存量账户，账号管理费用较高，均在百万元以上。未来放开之后，一方面，现有的账户管理费将下降，投资者和管理人都将受益；另一方面，也将会促进更多的私募基金“阳光化”。

3.5 以产品的创新推动市场的转型

丰富壮大金融市场产品链是发展多层次市场和壮大机构投资者的抓手和突破口。

国债期货助力证券市场双轮驱动。在推出股指期货差不多两年以后，上海金交所开始了国债期货的仿真交易。在中断了 17 年之后，国债期货交易终于得以重开。换个角度而言，金交所也结束了自成立以来始终没有利率期货产品的尴尬局面，产品线得以延伸和丰富。但是，推出国债期货的目的，并非只是为了恢复一个过去曾有过的产品，或是为了让交易所多一个产品这样简单。其真正意义在于提升债券交易在中国证券市场中的地位，完善债券产品结构，最终形成股票与债券的双轮驱动模式。长期以来，我国证券市场上重股轻债现象严重。因此，无论是从继续提高直接融资比例、化解股票供求矛盾的角度来说，还是从建立多层次资本市场、满足不同风险偏好的投资者对投资对象多元化需求的角度来说，在证券市场中大力发展债券业务都是十分必要的，也是推动证券市场走向成熟所必需的。当前推出国债期货交易的重要出发点，就是为了推动包括国债在内的各种债券业务的发展，为将其融入资本市场创造良好条件，从而逐步实现在资本市场中的双轮驱动。另外，有了国债期货，市场的利率变化也就能得到更清晰的反映，这对于股票投资者了解资金面状况和市场利率走势会起到重要作用，成为股票投资的重要参考。

证券公司资产管理备案制。去年下半年证监会向各证券公司资管部门下发了关于修订《证券公司客户资产管理业务试行办法》的基本思路（征求意见稿），并广泛征求行业意见。其中涉及到拟取消集合计划审批、产品创新、产品相关终止条件删除等重要条款。据了解，目前证监会已报请国务院审改办研究取消集合计划审批，改为报备方式，并将配套制定《证券公司集合资产管理计划备案管理指引》。可以预见，最终管理办法的推出实施将成为券商资管业务发展的重要契机。很多政策上对于证券公司资产管理业务的限制将解除，以往在产品创新等方面相对于公募基金的很多劣势不复存在，对于促进证券公司资产管理业务规模的壮大有着深远的意义。

大力发展交易所交易基金。4 月 26 日深沪交易所分别联合嘉实、华泰柏瑞推出的沪深 300ETF 宣布获得批准，标志着历经 5 年多时间筹备的跨市场 ETF 正式起航。作为最早诞生于美国市场的投资品种，ETF 近年在国际市场上高速发展，深受市场投资者欢迎。当前在我国，沪深 300 股指期货运营已超过一年，期现套利时的现货需求日益强烈。国内市场现有的 ETF 产品和指数基金都无法有效满足这一需求，而跨市场沪深 300ETF 的推出通过对标的指数的高贴合度，能为国内现有股指期货期现套利交易提供拟合度最好的现货产品。随着跨市场 ETF 的推出，沪深交易所后续还

推出了 ETF 纳入融资融券标的以入 ETF 日内回转交易的相关举措，争取 ETF 市场规模和交易量的显著增长。

优化大宗交易机制。主要体现在降低大宗交易门槛（50 万股或 300 万元优化至 10 万股或 100 万元）；延长大宗交易时间（盘后 16 点至 20 点）；推出带锁定期的大宗交易机制，服务大股东减持和并购的市场需求；丰富大宗交易系统的功能（交易系统前增设备证券公司角色和功能的系统）；根据转融通等新业务需要，增加两类定价申报。

研发证券公司分级资产管理计划。一方面，支持证券公司发行包含不同风险级别的分级资产管理计划，低风险级别的为固定收益率投资，高风险级别的可投资于高收益债、中小企业债等高风险证券，拓宽债券市场的资金来源，有效分散债券投资风险。另一方面，通过综合业务平台为证券公司和投资者提供资产管理计划份额转让服务及配套做市商制度，资产管理计划份额可以在证券公司自有客户之间转让，并且引入做市商提供流动性报价。

加强期货市场产品创新。建设原油期货市，在国债期货基础上，稳妥推出白银焦煤期货。3 月底，郭树清主席指出，商品期货、金融期货对我国国民经济发展都很重要。未来将从国家经济战略的高度，抓紧建设原油期货市场，逐步增强我国在国际市场上的定价能力。同时，稳妥推出国债、原油、白银、焦煤等重要期货品种。中国金融期货交易所的国债期货据悉已基本完成合约规则设计、技术开发等工作，随着国债期货仿真交易的平稳推进，国债期货离正式推出已经越来越近。原油期货标准合约草案也于近期拟定，该方案由上海期货交易所牵头草拟，方案设计主要体现了国际平台、净价交易、保税交割三个原则。

4. 2012 年 7 月份行情总体估计

4.1 7 月份行情总体估计

我们估计 2012 年 7 月份上证指数主要波动区域为 2150 点至 2300 点。

从市场环境看，目前我国证券市场正处于从以筹资为主的卖方市场向以投资为主的买方市场转型的重要历史期。面对中央经济工作会议赋予我国资本市场要更好发挥好积极作用的新要求、新任务，资本市场从监管部门到市场各方参与者坚定不移地深化改革创新，多项市场化举措和新产品加快面世，资本市场的覆盖面和包容能力不断拓展。展望我国证券市场下半年的转型之路，预计将延续上半年的节奏加快推进，改革将涉及证券市场的各个方面、各个层次和各项要素。市场各方参与主体将以优化直接融资结构、建立与多层次资本市场相匹配的投资者体系、加快国际化步伐、加快产品创新和业务创新、健全市场基本制度、完善监管体系为目标，合力将市场化改革向纵深推进，以期实现市场整体的渐进。

从技术面看，上证指数 2012 年 7 月份处于相对平衡格局中，上档分别有 2276 点和 60 日均线 2342 点附近的压力，下档有 2200 点及 2132 点区域的支撑。主要参考因素：1. 6 月份曾在 2276 点附近构筑小平台引发反弹，破位之后首先会遇到此位的压力。上证指数 60 日均线位于 2342 点左右，它可能形成 7 月份的阻力，再向上有年线的压制。2. 如果股指再度回调，我们估计 2200 点与 2132 点之间将形成支撑。即使实际运行中低于预期，一般而言，不宜过分悲观。

4.2 技术分析

4.2.1 60 日均线附近有反压

60 日均线呈温和调整状态，2012 年 6 月末它位于 2342 点左右。目前上证指数位于 2200 点附近，与 60 日均线的乖离率百余点，如果条件成熟，可能引发阶段性回归修复行情。再往上又有年线的压制，目前年线在 2429 点左右。一般情势下，7 月份的技术阻力分别为 2276、2342 点。

图 11 60 日均线附近仍有压力



资料来源：申万研究

4.2.2 2188 点左右构成阶段支撑

2012 年 6 月 29 日日出现低点 2188 点，此点位可能有成为阶段低点。半年多以来，上证指数基本上在弱势平衡格局中运行，如果将 2011 年 11 月中旬以来的走势联系起来观察，不难发现它走在震荡向下的两百余点的通道中。目前该通道的下轨线面临着考验，2200 点至 2132 点区域可能形成阶段性支撑。

图 12：2200 点左右构成阶段支撑



资料来源：申万研究

4.3 市场基本运行格局

2012 年 7 月上证指数主要波动区域 2150 点至 2300 点。

综合以上分析，我们估计 2012 年 7 月份上证指数可能维持着弱势平衡格局，主要波动区域为 2150 点至 2300 点。

信息披露

证券分析师承诺

魏道科：市场趋势，钱康宁：政策与发展，蒋健蓉：政策与发展，马骏：数量分析：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。