

### 今日关注

- 周小川三个月内五次讲话阐释货币政策新动向

### 财经要闻

- 证监会官员详解创业板 IPO “六重门”
- 大小非减持创年内新高 市场连跌减持意愿变弱
- 第三方数据成双刃剑 招股书慎用为上
- 四大机构投资者重仓股市值蒸发近 800 亿元

### 东吴动态

- 东吴基金:市场宽幅震荡 应避免恐慌静观后市变化

### 理财花絮

- 精挑细选 三步寻贴心债基

### 热点聚焦

- 多部委向通胀宣战 宏调思路加速转向

### 机构观点

- 中金公司:不要低估流动性收紧对 A 股市场的压力

### 旗下基金净值表

2010-11-17

基金名称	最新	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.8641	2.5841	-4.08%
东吴动力	1.4347	1.9547	-5.08%
东吴轮动	1.1123	1.1923	-3.88%
东吴优信 A	1.0338	1.0458	-0.46%
东吴优信 C	1.0275	1.0395	-0.47%
东吴策略	1.2836	1.2836	-4.13%
东吴新经济	1.0660	1.0660	-2.74%
东吴新创业	1.1060	1.1060	-3.49%

基金名称	每万份收益	7 日年化收益
东吴货币 A	0.4350	1.5950%
东吴货币 B	0.5019	1.8410%

### 主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证指数	2838.86	-1.92%
深圳成指	11917.49	-2.45%
沪深 300	3103.91	-2.07%
香港恒生指数	23214.50	-2.02%
标普 500 指数	1178.59	0.02%
道琼斯指数	11007.90	-0.14%
纳斯达克指数	2476.01	0.25%

## 今日关注

## 周小川三个月内五次讲话阐释货币政策新动向

从今年 9 月 9 日在“牛津中国财经论坛”发表演讲到 11 月 16 日在“中国全球债务资本市场研讨会”的讲话，央行行长周小川在 69 天内频频在公开场合就中央银行的作用和货币政策、通胀等问题发表言论，引起了各界的广泛关注。

现在，中国经济基本摆脱了国际金融危机的影响，并且经济形势总体向好，但通胀问题却越来越严峻。在此情况下，为了应对国际金融危机而实施的适度宽松的货币政策是否需要作出适当调整，就成为摆在我们面前的一个不容回避的问题。将周小川从 9 月份以来的讲话连贯起来看，我们或许能够发现未来货币政策的新动向。

央行要随着经济条件的变化去改变多目标制的权重或进行切换。

9 月 9 日，周小川在“牛津中国财经论坛”就中央银行重点关切问题的演变作演讲。现在中国央行货币政策采取的是多目标制，而其他大多数国家的央行采取的都是通胀目标制。周小川说，通过这次危机发现，确实还有一些阶段，这些目标无法同时实现，有时候这些目标相互之间可能是冲突的，关系十分复杂。

面对多目标制之间的冲突，央行该如何应对呢？周小川认为需要更深入的研究，并且去体会中央银行可能在不同的阶段以不同的权重去考虑多目标，同时随着经济条件的变化去改变权重，或进行切换。他特别提出，央行需要对金融机构提供激励机制，具体工具方面，仅用政策性利率可能不够，适当管理利差有利于调动银行服务实体经济的积极性。

他的这次讲话加重了市场对加息的担忧。

提出要用好货币供应量、利率等传统货币政策工具。

9 月 29 日，周小川在《贷款转让交易主协议》签署暨全国银行间市场贷款转让交易启动仪式上讲话指出，在宏观层面，这次国际金融危机凸显了现行金融监管制度在保证金融体系稳定方面的不足，因此宏观审慎管理已成为危机后国际金融改革的核心内容。各国政府以及金融界的普遍共识是要建立逆周期调节机制。除了要用好货币供应量、利率等传统货币政策工具，抑制经济过度波动之外，还有必要引入一些逆周期调节的创新手段，如建立逆周期的资本缓冲制度和动态损失准备制度等。

随后，各路媒体就货币供应量问题做出分析，并在 11 月份招致央行副行长马德伦对货币超发问题做出解释。马德伦 11 月 9 日在出席国际金融论坛北京全球年会时表示，在经济发展过程中，货币超发的存在不可避免，这既是经济本身的需求，也有货币周转速度的影响。但指责央行货币超发中，用到的 M2 减去 GDP 的计算方法并不科学。

关于货币供应量的问题，在 11 月 2 日发布的第三季度货币政策执行报告提出，根据形势发展要求，继续引导货币条件逐步回归常态水平。从第三季度货币政策执行报告的内容来看，预计央行在今年不太可能再有明显的货币投放和信贷宽松措施。货币和信贷政策总体上可能会保持一个稳中偏紧的基调，因为目前

通胀压力明显，且信贷投放略超预期。

提出从防范系统性风险的角度出发建立逆周期调控机制，增强宏观调控弹性。

10月18日，周小川在“宏观审慎政策：亚洲视角高级研讨会”开幕致辞时指出，中国的国情决定了金融体系的稳健性与宏观经济政策的关系更为直接和密切，银行信贷在全社会融资中占比很高，信贷波动与经济周期变化和系统性金融风险之间有很大关系，因此建立逆周期信贷调控机制是中国加强宏观审慎政策的工作重点。这要求人民银行作为我国负责宏观经济调控和维护金融稳定的部门，从防范系统性风险的角度出发建立逆周期调控机制，增强宏观调控弹性；同时，加强系统重要性金融机构的监管，弥补监管真空和不足，防范和控制好潜在的系统性风险。

10月19日晚，央行宣布从20日起，上调一年期存贷款基准利率0.25个百分点。这是时隔三年来央行首次加息。分析人士认为，在国内外经济金融环境非常复杂的环境下，央行加息已经表现出货币管理部门已经将工作重心转移到了管理通胀预期等宏观风险控制方面。

提出应对热钱和输入性通胀的“池子”理论。

周小川11月5日在财新峰会上表示，提出了后来引起热烈讨论的“池子”理论。周小川提出，（应对热钱）还有一个措施就是在总量上进行对冲，如果短期的投资性资金进来的话，将其放到池子里而不进入整个实体经济，等其撤退的时候让其从池子里流出，这在宏观上可以减少资本异常流动对中国经济的冲击。

但周小川没有对“池子”理论做出进一步阐释。倒是央行副行长马德伦12日在上海做出了解释：近日周小川行长针对热钱发表的“池子”比喻，指的是一系列货币政策组合，“资金并不是可以框得住的”。马德伦表示，“池子”并不是指具体的某一市场，而是一系列政策组合。包括对流入外汇的管理、准备金率调整、公开市场对冲操作等货币政策各项工具。

市场人士分析，虽然官方的解释“池子”并不包含股市，但他们依旧认为，这里面肯定需要股市发挥作用，因为抑制资产价格过快上涨也是防通胀必不可少的内容之一。另外，既然“池子”是一系列政策组合，那么未来政策的力度和频度必然会有所加强。

强调货币政策的有效性。

在11月16日举行的“中国全球债务资本市场研讨会”上，周小川指出，当前环境还是复杂，发达经济体复苏有所放缓，货币条件持续宽松，部分新兴经济体增长较快，但面临一定的资本流入的压力，国内需求回升的基础还平衡，民间投资还需要强化，持续扩大居民消费，改善收入分配，促进经济结构优化的任务还很艰巨。价格上行的压力也需要引起各方面的关注。针对上述形势，央行将继续做好宏观调控，着力提高政策的针对性、有效性，加大金融支持方式转变和经济结构态度的力度，稳步推进利率市场化改革，进一步推动金融市场健康发展。

进入四季度以来，央行采取各种货币政策工具的频率较上半年明显加快且力度加大。除了日常的公开市场操作以外，央行于11月普遍性上调存款类金融机构的存款准备金率0.5个百分点，10月和11月针对

部分银行采取差别存款准备金制度两次；并针对日益加大的通胀压力，于 10 月 19 日宣布近三年来的首度加息。这些措施皆是指向过于宽松的流动性和通胀。

从周小川这五次讲话透出的信息看，既是对一个阶段以来央行货币政策工作的总结，更是对未来货币政策新动向的说明。值得注意的是，在周小川讲话期间，央行其他官员也纷纷发表观点，核心是密切关注物价走势，继续灵活有效地运用传统货币政策工具，增强政策的针对性和有效性，同时要考虑引入新的政策工具，建立宏观审慎管理框架。这些信息被各界看作是监管层在转变现行货币政策之前提前向市场释放的信号。

## 财经要闻

### 证监会官员详解创业板 IPO “六重门”

中国证监会创业板发行监管部副主任曾长虹 17 日在深圳举行的第十二届高交会创业投资与创业板长效互动机制高峰论坛上，详细介绍和分析了创业板发行监管的流程和关注重点。据曾长虹介绍，截至 11 月 12 日，中国证监会创业板监管发行部共审核企业 203 家，审核通过企业 164 家，有 39 家企业没有通过审核。曾长虹表示，长期从事创业板发审工作的经验表明，以下几项重点事项不解决，将会严重影响企业上市融资进程。（上海证券报）

### 大小非减持创年内新高 市场连跌减持意愿变弱

Wind 统计显示，截至 11 月 17 日，自 10 月 19 日上证综指站上 3000 点以来，A 股上市公司“大小非”减持金额达 229.53 亿元，净减持股份达 17.37 亿股；11 月以来 13 个交易日净减持股份为 11.25 亿股，减持金额为 167.66 亿元，创年内新高。但 15 日沪深两市大幅调整后，“大小非”减持意愿减弱。（中国证券报）

### 第三方数据成双刃剑 招股书慎用为上

值得注意的是，自有关第三方数据商的造假事件曝光之后，仍有相当部分保荐机构在招股书中大量引用第三方数据服务商的数据。如果一家申报企业的招股书引用了过多的来自同一家机构的第三方数据，预审员就有理由怀疑数据的公允性，在审核时将会找一些其他统计口径的数据与之对比。如果偏差过大就会要求保荐机构严格核查并发表意见。（证券时报）

### 四大机构投资者重仓股市值蒸发近 800 亿元

自 11 月 12 日以来 A 股市场开始回调整理，个股普跌，期间上证指数下跌 9.81%，而机构投资者也未躲过此次灾难，险资、QFII、社保基金、券商等四大机构近 4 个交易日重仓股市值蒸发 784 亿元，险资受伤最深。市场人士表示，前期机构重仓股涨幅较大，近期市场回调整理有调仓的可能。（证券日报）

## 东吴动态

### 东吴基金：市场宽幅震荡 应避免恐慌静观后市变化

全景网 11 月 17 日讯 11 月 16 日沪深两市再次大跌，上证综指在上周跌穿 3000 点之后今日击穿 2900 点大关，跌幅近 4%，收 2894 点，深成指跌 4.6%，收于 12217 点，两市仅 301 只个股收红。东吴基金认为今天两市再次大幅跳水仍然是对政策紧缩预期的持续反映。韩国央行今日宣布将韩国基础利率之一的 7 日回购利率再次提高 25 个基点，这已经是韩国今年第二次提高这一基准利率，也代表了当前全球新兴市场国家比较普遍的对流动性过剩和通货膨胀的担忧。国内部分地区开始出台行政措施以遏制上涨过快的食品价格，目前市场普遍存在对中央政府进一步出台货币紧缩和价格管制措施预期。在海内外浓厚的货币紧缩预期下，市场反应剧烈，导致今日股市再次大跌。

东吴基金认为当前的市场波动是对未来政策预期的提前反映，然而政府是否会出台符合市场预期的强力紧缩尚无法得知。从今年以来政策和市场预期关系来看，政策经常出人意料，并未受市场预期引导。同时国内经济基本面的状况也还没有到政府可以忽视增长而一味紧缩的程度。因此并不排除当前市场反应过度，对后市在宏观经济面依旧向好等大环境下，该基金仍旧对后市维持震荡向上的判断。在目前的市场环境下，东吴基金认为投资者应该避免恐慌，静观市场后市变化，密切关注政府言论。

## 理财花絮

### 精挑细选 三步寻贴心债基

记者从银行渠道了解到，在物价上涨的浪潮声中，债券基金的销售依旧火热。目前至少 5 只债券基金密集发行。理财专业人士指出，在目前通胀形势日益恶化的背景下，择基也要慎重选择，具体可以三步走。第一步先选取具有保本潜能的债基以求本金安全，之后还要节约支出选取成本低的债基，再精选追求绝对收益的债基，以获取绝对收益。

由于涨价多米诺骨牌和负利率影响，保本理财成了今年的热门词汇。值得注意的是，在 11 月首周，在 9 只向监管部门递交了募集申请的基金中，有 4 只是保本类基金，这在一定程度上显示出机构投资者市场预期的变化。

记者从工商银行渠道获悉，渴望收益稳健、充分避险的中老年投资者尤其倾向于可以“护本”的债券基金。海富通稳固收益债券拟任基金经理、海富通固定收益组合管理部总监邵佳民强调，考虑到投资者的接受程度，保险策略是一种投资纪律，即一开始就要控制风险，但不等于该基金要做得很保守。

在本金投入能获得安全保障的前提下，为了减少投入成本，投资者还要考虑基金的费用收取模式。要成为一只“亲民”的债基，低廉的费率不可少。

目前，市场上有债券基金逐步采取低廉的认购费用，甚至针对客户的持基时间设定不同的赎回费，可灵活变现且成本低廉，这也成为不少投资者购买的理由。

理财专家称，追求绝对收益更符合投资者的预期。因此，与股基追求相对排名相比，债基应该更加注重绝对收益。

海富通理财专家称，目前市场上许多投资者对于 CPI、负利率的话题非常关注，选择合适的业绩基准，更直观地反映产品的投资目标，另外这也与稳固收益债基保险策略的特质吻合。

## 热点聚焦

### 多部委向通胀宣战 宏调思路加速转向

那么，到底是什么导致了连日来的暴跌？对此，多位市场人士直言，大盘暴跌背后显示的是近期决策层对于通胀形势的政策力度明显加大，宏观调控似乎正全面转向打压通胀。“我们担忧的是，决策层是否会同时使用行政手段和市场手段打压通胀。”一位市场人士称，这意味着前期市场大涨的“通胀”基础有所动摇，自然需要暂时出场观望。

而日前，中国政府网挂出来的一条新闻稿，国务院总理温家宝在广州市考察时表示，市场供求和物价关系群众的切身利益，必须高度重视。国务院正在拟定措施，抑制价格过快上涨。这是最高层面首度明确正在制定措施，抑制价格上涨。

#### 多部委齐吁治通胀

现在的问题是：一边是散户为了跑赢通胀而纷纷踏入股市，但另外一方面机构却仓皇不顾、加速出逃，到底为何会出现如此“背离”的现象？

对此，一位券商资管部基金经理直言，前期市场因“通胀”而大涨的基本面或许已经根本改变，因为“现在的通胀情势绝不是 2006、2007 年的复制。非常明显的就是，决策层近期的动作表明其对通胀的治理已经上升到了采用市场化和行政化同步的手段，这让我们感到非常恐慌。”

显见的是，就在日前，官方多个部门同时发声，称要动用行政手段严控物价。包括国家发改委等在内的几大部委纷纷酝酿出台物价调控措施。根据知情人士的透露，国家发改委等部委及各地政府可能跟进出台一揽子控制物价上涨的措施。

紧接着，商务部新闻发言人姚坚在例行新闻发布会上作出表示，除柴油等个别商品外，国内各主要商品的市场供应都是充足的，“商务部下一步将积极配合有关部门，采取多项措施控制物价过快上涨”。

随后，中国人民银行行长周小川在某论坛上的讲话又传出。周小川当天再次强调，“当前中国经济形势总体向好，但面临着一定的资本流入风险，同时价格上行压力需引起各方关注。”

而压轴的大戏在晚间。中国政府网挂出来的一条新闻稿显示，国务院总理温家宝在广州市考察时表示，市场供求和物价关系群众的切身利益，必须高度重视。国务院正在拟定措施，抑制价格过快上涨。他叮嘱地方有关负责人要千方百计保持供货渠道畅通，保证市场供应，加强监管，维护市场秩序。

上述多方同一天密集发声，此前并不多见。而且最高层面首度明确正在制定系列抑通胀措施，也可谓

为连日来的通胀担忧一锤定音。

“最近决策层面频频出手，触动了机构们再次集体出货的神经。”一券商首席经济学家直言不讳。可查的资料显示，从以往的市场表现看，一旦中央动用行政手段治理通胀，国内股市都出现了明显的下跌。

### 整体宏调思路或已转变

事实上，一系列调控物价的动作仍然只是表象。机构们真正担忧的是，一系列整治物价举措的背后，是决策层面整体宏调思路的彻底改变。

分析认为，股市虽然不惧加息、上调存款准备金率等市场化手段，但货币手段加上行政干预，则会对市场发生极大利空作用。因为市场化手段的效力是滞后的，比如从2006年下半年就开始持续加息，显效却是从2007年年中才开始的。但如果加上政府干预，那么流动性回收产生的效应将大幅提前。

“综合判断，这可能意味着，在通胀风险加剧的情况下，宏调政策已从之前的‘保增长’转向了‘抗通胀’。”一位业内人士说。

显而易见的是，按照惯例，为第二年经济政策定调的中央经济工作会议一般会在每年12月召开。而目前诸多专家都预测，即将举行的中央经济工作会议很可能将会给明年的货币政策定调为“稳健的货币政策”。

这意味着什么？简单地说就是，决策层面会从“暗控”实现到“明调”的转变，届时，明确收紧流动性的举措，也将动摇美国适度宽松政策给中国股市带来的流动性乐观预期。

值得注意的是，亦有不愿透露姓名的分析人士指出，“想想看，最近股市为什么跌，这是不是为了防止过剩的流动性呢？”在这位分析人士看来，股市下调本身或许就是为了防止热钱和通胀的手段之一。（开利综合报道）

## 机构观点

### 中金公司：不要低估流动性收紧对A股市场的压力

不要低估流动性收紧对A股市场的压力，建议继续降低仓位、降低贝塔，寻找结构性机会进行积极防御。

中国政府打击通胀和通胀预期的决心已经逐步明确，而其采取的手段可能是收紧流动性和行政手段并举，在这种预期之下，A股市场将承担持续的压力。回顾10月8日之后的行情可以发现，上证指数在美日“开闸放水”引发“货币战争”的预期之下，从9月30日收盘2656点上涨到11月11日的本轮高点3187点，上涨531点，这531点是从“流动性进一步泛滥”的预期中借来的531点；而如今，随着中国政府“筑坝防洪”预期的增强，这“借来的531点”是否会全部还回去呢？我们认为不能排除这种可能性，并再次提醒客户不要低估流动性收紧对A股市场的压力。

2008年以来的本轮中国经济复苏和股市走强的根本原因都是政府释放了宽松的流动性，这与2007年之前的经济自发的繁荣周期不可同日而语，因此如果未来中国政府为了打击通胀预期进一步收紧流动性，必

然引发市场对经济复苏持续性的担心；而收紧流动性的政策和前期政府对房地产行业采取的各种行政调控措施相叠加，可能引发市场更为悲观的预期。当然现在还不能确定政府收紧流动性的政策力度和强度到底有多大，这是投资者需要持续关注、高度关注的问题，也是未来一段时间影响 A 股走势最重要的因素。另外，欧洲债务危机担忧的重现也使得此前在 QEII 良好预期支持下的风险资产价格出现明显调整，这将对国内情绪面以及上游板块造成负面冲击。

操作上，建议客户继续降低仓位，降低贝塔，在下游消费品（食品饮料、商业零售、医药、消费电子）和小盘股（节能减排、低空开放）等领域寻找结构性机会积极防御。

**免责声明：**本报告中的信息均来自公开资料，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告及这些信息所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本报告中的观点亦仅为参考不必然代表东吴基金管理有限公司或者其他关联机构的正式观点。

基金有风险，投资需谨慎。所有基金绩效之信息，均为过去绩效，不代表对未来的绩效预测。

欢迎访问东吴基金公司网站：[www.scfund.com.cn](http://www.scfund.com.cn)，客服电话：021-50509666。