

今日关注

- 上海等四省市获批自行发不超 229 亿债

财经要闻

- 国务院：推进环境税费改革 研究征环境保护税
- 德法会商仍无果 危机进入引爆倒计时
- 矿价下跌不改矿山暴利 澳洲大矿商加速扩产
- 电监会：今冬明春用电紧张 缺口约 2600 万千瓦

东吴动态

- 不用过分担心 GDP 回落

理财花絮

- 寻找长跑型基金

热点聚焦

- 三季报行情难展开 靓丽业绩背后藏隐忧

机构观点

- 兴业证券：筑底阶段参与反弹是勇敢者的游戏

旗下基金净值表

2011-10-20

基金名称	净值	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.7274	2.4474	-2.45%
东吴动力	1.1011	1.6811	-2.59%
东吴轮动	0.8455	0.9255	-3.53%
东吴优信 A	0.9461	0.9581	0.02%
东吴优信 C	0.9378	0.9498	0.02%
东吴策略	0.9104	0.9804	-2.64%
东吴新经济	0.9560	0.9560	-2.35%
东吴新创业	0.9230	0.9830	-1.70%
东吴中证新兴	0.7480	0.7480	-2.73%
东吴增利 A	1.0020	1.0020	0.00%
东吴增利 C	1.0010	1.0010	0.00%
东吴新产业	1.0030	1.0030	0.00%

注：东吴增利 A、C，东吴新产业均处于封闭期，上表为 2011-10-14 净值。

基金名称	每万份收益	7 日年化收益
东吴货币 A	1.0467	2.76%
东吴货币 B	1.1130	3.01%

主要市场表现

指 数	最 新	涨 跌
上证指数	2331.31	-1.94%
深证成指	9793.86	-3.09%
沪深 300	2520.29	-2.43%
香港恒生指数	17983.10	-1.78%
道琼斯指数	11541.80	0.32%
标普 500 指数	1215.39	0.46%
纳斯达克指数	2598.62	-0.21%

今日关注

上海等四省市获批自行发债不超 229 亿债

上海、浙江、广东、深圳将试水自主发债 财政部昨日发布《2011 年地方政府自行发债试点办法》(下称《办法》)称,经国务院批准,2011 年上述四省市开展地方政府自行发债试点。

根据国务院批准的发债规模,四省市今年自行发债总额不超过 229 亿元。这一试点为地方债的发行提供了财政部代发之外的另一种方式。

从《办法》来看,中央政府对地方政府自行发债试点态度非常谨慎,不仅选取了最具偿还能力的经济发达省市作为试点,而且在规模和定价上都加以严格控制,地方政府获得的自主性有限。

中央财经大学财政系主任曾康华在接受《第一财经日报》采访时表示,此次试点地方自行发债表明中央对地方发债的授权有所扩大,并非完全意义上的地方自主发债。中央政府将通过这一试点,试探市场、投资者、民众以及地方政府的反应。

规模、定价不由地方自主

根据《办法》,自行发债指试点省(市)在国务院批准的发债规模限额内,自行组织发行本省(市)政府债券的发债机制。

经国务院批准,财政部核定,2011 年,上海市地方政府债券规模为 71 亿元,浙江省为 67 亿元(不含宁波),广东省为 69 亿元(不含深圳),深圳市为 22 亿元。四省市限额合计 229 亿元。

按照《办法》,四省市自行发债的总规模应即在此 229 亿限额范围之内。

就四省市今年地方债是否还保留一部分由财政部代发,曾康华认为,229 亿元对于这四个发达省市来说只是一个很小的数额,市场很容易就能消化,没有必要分为两部分发行。

财政部上周发布公告称,在本月 17 日和 24 日分别进行地方债券招标,两期债券合计 335 亿元。这两期发行完毕之后,今年财政部八期总计代发 1771 亿元地方债券。加上试点省份的 229 亿,总额已达到了国务院确定的今年地方债券规模 2000 亿元。

《办法》还规定:试点省(市)发行的政府债券为记账式固定利率附息债券。

2011 年政府债券期限分为 3 年和 5 年,期限结构为 3 年债券发行额和 5 年债券发行额分别占国务院批准的发债规模的 50%。试点省(市)发行政府债券实行年度发行额管理,2011 年度发债规模限额当年有效,不得结转下年。

对于四省市自行发债利率,《办法》规定,应当以新发国债发行利率及市场利率为定价基准,采用单一利率发债定价机制确定债券发行利率。

曾康华表示,中央对于地方发债的控制主要就是通过规模和定价来实现,这个原则在未来很长一段时间内都不会动摇,目的是降低地方债务失控的风险。

他还认为,在地方发债制度建立的初期,中央将承担较多管理责任。比如这次所规定的 2011 年债券由

财政部代为还本付息。因为地方发债的制度规范还没有建立起来，相关人员、机构不足，财政部需要代为管理。随着制度的完善，中央会进一步放权，比如发行时间、券种等，地方可能会有更多的自主权，但是发债规模和定价地方政府将很难自主决定。

《办法》还规定，试点省（市）政府债券应当在中央国债登记结算有限责任公司进行集中登记、托管，债券发行结束后应当及时在全国银行间债券市场和证券交易所债券市场上市交易。

市场疑虑地方信用

学术界认为，此次试点的地方债发行模式，介于中央代理发行和地方自主发行之间，是一种过渡模式。

上海财经大学蒋洪教授对本报评论称，此次地方自行发债试点和由中央代发的区别不大：“中央同意你发才能发，中央不同意你发就不能发，发债的决策机制并没有改变。”

“改变的主要是法定债务责任。”蒋洪认为，“中央代发，名义上是由中央来还债，中央政府向债权人负责。现在由地方自己发，名义上这就是地方上的事，中央不承担责任。”

中国政法大学财税法研究中心主任施正文也表示，按照中国的财政体制，中央政府或多或少都要为地方债务承担连带责任。

中山大学岭南学院财政税务系主任林江则认为，此次试点“有点要规范市政债务的意味。原来市政债务一般是通过城市投融资平台来搞的”。

但也有一些学者担心，地方政府的信用不一定能得到市场的充分认可。

“原来由中央财政代发债，资本市场对债券是比较欢迎的，因为中央财政比较雄厚，背后还有央企坐底，等于是拿中央财政来抵押。”广东当代经济研究中心主任杨正浒对本报表示，由地方政府发债，不同的地方政府，其债券的价格利率可能会有区别。

他指出，本次试点的省市都是财力雄厚的地区，这样局部来做试点的话，问题不大，一旦推广到全国，有些地方恐怕以极高的利率也发不出。

“我前不久到全国基金公司走了一圈。到现在为止，资本市场对地方政府的债务问题非常谨慎，今年上半年以来债券价格下跌得很厉害。”杨正浒说。

杨正浒认为，如果由地方自己发债，要取得资本市场的认可，财政信息公开非常重要。这对地方政府会形成一定的压力。到目前为止，中国各地财政所公开的信息，尚不足以让资本市场据此估价，评估风险，做出投资决策。

财 经 要 闻**国务院：推进环境税费改革 研究征环境保护税**

人民网北京 10 月 20 日电为深入贯彻落实科学发展观，加快推动经济发展方式转变，提高生态文明建设水平，国务院办公厅于今日发布了《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》。

由于产业结构和布局仍不尽合理，污染防治水平仍然较低，环境监管制度尚不完善等原因，我国环境保护形势依然十分严峻。对此，《意见》要求要全面提高环境保护监督管理水平。（人民网）

德法会商仍无果 危机进入引爆倒计时

备受瞩目的欧洲峰会将在本周日举行。在这之前，德法按计划本应给市场一个统一表态，然而，到目前为止，我们并没有听到任何相关消息。

据悉，本周三晚，法国总统萨科齐紧急飞到法兰克福，与欧洲央行行长特里谢、IMF 总裁拉加德、欧盟委员会主席巴罗佐等人进行会晤。同一时间，法德两国财长还将举行重要会谈。但令市场遗憾的是，会谈没有达成任何协议，甚至连一个会后声明也没有。对此，欧盟轮值主席国卢森堡首相 Jean-Claude Juncker 只能无奈表示，我们还在会商。（中国网）

矿价下跌不改矿山暴利 澳洲大矿商加速扩产

昨日（10 月 20 日），在进口铁矿石价暴跌的同时，仍有货船源源不断到港，同时，8 月份以来，波罗的海干散货指数（BDI）一直在震荡中上扬。

记者采访了解到，在矿价出现暴跌但仍在高位的今天，矿商对海运费的炒作因素已经越来越淡化。“前几年海运运力比较少，比较容易操纵，但现在进口矿吨价 170 多美元甚至 180 美元，运费即便再涨几块钱，对矿价影响微乎其微。”我的钢铁网分析师王亚峰称。（每日经济新闻）

电监会：今冬明春用电紧张 缺口约 2600 万千瓦

国家电监会新闻发言人谭荣尧 20 日表示，今冬明春全国用电形势紧张，最大电力缺口约 2600 万千瓦，其中既缺煤又缺水的南方和华中地区用电形势最为严峻。

他说，今年以来我国电力供需矛盾较为突出，大部分地区电力供应偏紧，部分地区缺电严重，共有 17 个省份采取了拉限电和错峰避峰的措施。延续这一情况，11 月至明年 3 月的迎峰度冬期间，我国供电形势不容乐观。2600 万千瓦相当于一个中等省份的发电装机容量，此前夏季用电高峰期间全国出现了 3000 万千瓦左右的用电缺口。（中国经济网）

东吴动态

不用过分担心 GDP 回落

2011 年 10 月 19 日 新闻晨报

昨日，国家统计局数据显示，第三季度我国国内生产总值（GDP）同比增长 9.1%，增速低于第二季度的 9.5%和第一季度的 9.7%。再加上隔夜欧美股市大跌，昨日 A 股出现大跌，其中沪指收盘下挫 2.33%。对此，晨报记者昨日采访多位基金经理，均对 GDP 回落表示早在预期中，建议投资者不必过分担心。

泰达宏利中证 500 指数分级基金拟任基金经理王咏辉昨日就此表示，三季度 GDP 增速下滑，比工业增速更为客观和准确的反映了经济的下滑趋势，而消费同比和环比增速都相对稳定，延续了年初以来的增长趋势。此外，9 月保障房开工明显加快，使得房地产投资和整体固定资产投资增速下滑微弱，随着保障房开工近乎完成，后期房地产投资和固定资产投资增速的降幅会更加明显一些。

同样，国泰金马基金经理程洲昨日也认为 GDP 增速回落符合市场预期，也基本符合经济发展的周期规律，“其实，对于经济减速的担忧，市场之前已经有所反映，最主要还是目前市场投资信心很脆弱，一有风吹草动，市场就有过度悲观的情绪体现，这在当前也能理解。”他认为，当前的市场估值已经很低，继续大跌的可能性很小，但要想立即出现反转也不大现实，肯定需要一段时间的调整，中期投资机会已经出现。

而泰达宏利中证 500 指数分级基金拟任基金经理王咏辉指出，今年四季度到明年一季度经济增速可能会继续处于放缓趋势中，明年一季度的 GDP 低点或在 8%以上，我国经济有望经历一次有序放缓，但出现硬着陆的可能性不大。

此外，东吴新经济基金经理吴圣涛也认为，从最新公布的三季度 GDP 增长为 9.1%来看，前三季度国民经济保持平稳较快发展，基本面无需太多担忧。从 A 股估值来看，权重股的估值已经逐步反应经济回落预期，国内宏观政策或不再收紧，汇金增持一方面是银行股价值被低估的体现，另一方面也是市场维稳的信号。此外，随着欧洲债务危机解决方案取得一定进展，市场情绪将逐步趋于平缓。

理财花絮

寻找长跑型基金

在市场低迷的时候，投资者特别期待能遇到一只攻善守、抗跌稳健的长跑型基金助其穿越牛熊市。然而，残酷的事实是，尽管市面上有数百只股票基金，但经过市场证明能在一个较长时间段保持优良业绩的基金少之又少。此前，有权威评级机构跟踪过从 2004 年以来（7 年多）到 2008 年以来（3 年多）任意一段时间内的领先基金，结果发现在其中任意一段时间内业绩居前 5%、而其他时间业绩位于前 1/3 的基金，整个市场中仅有 19 只，其中仅有一只指数基金。

一只长跑型基金到底具备哪些特质？归纳起来：首先，擅长选股。从其业绩归因来看，长跑型基金业绩居前主要依靠的是选股能力，他们在选股方面获得的超额收益平均位列所有基金的前 7%，而资产配置收益仅为中等。安信证券最近发布的一份报告也证明，基金选股择时更靠谱。该报告跟踪了 2005 年 7 月 1 日之前成立的 85 只基金 2005 年 7 月到 2011 年 7 月的回报，发现过去这几年基金经理大部分表现出了很好的选股能力。但在择时方面，大部分都是反向的，选股择时都突出的基金凤毛麟角。

其次，这些基金未必都是每一年的前十甚至是前 1/10，但在多数年份他们能守住市场的前 1/3，只有少数年份落后。虽然前 1/3 看上去不是一个很大的挑战，但是如果连续多年排在前 1/3，这只基金也许就可以跃升至市场的前 1/9，甚至是前 1/27。需要注意的是，这些基金也许在牛市的表现未必突出，甚至看起来比较平庸，但熊市一定抗跌。跌得少，涨得不差，几年下来就能为投资者累积不错的复利收益。

第三，能平衡好风险和收益。长跑的关键在于不犯大错。也许某一只基金能凭借着“弯道超车”在某一年站在排行榜的前端，但是要在五年、十年的长跑中获胜，必须平衡好风险和收益。长跑型基金往往注重控制风险，在创造收益的同时承担较低的系统性风险，所以其风险调整后收益往往比较好。晨星在 2010 年曾评选出美国基金市场上的十年长跑基金，这些基金在经历了两轮熊市之后依然能保持 10%以上的年化收益，除了投研团队坚实的研究实力、一以贯之的投资理念以外，很重要的一点是控制风险。有一只基金 10 年来平均持有现金比例高达 30%，这只基金的基金经理明确表示在找不到合适的机会时会毫不犹豫地选择现金，这种惊人的定力保证了他能在熊市中屹立不倒，并在牛市来临前有“子弹”布局，因而穿越了一次次的牛熊周期。

热点聚焦

三季报行情难展开 靓丽业绩背后藏隐忧

近期，A股市场进入到三季报披露阶段。尽管从已经公布的数据来看，上市公司三季报并不难看，但却迟迟未能掀起A股市场的三季报行情。对此，业内人士认为，三季报的“同比”数据并不能完全反映企业目前以及未来所面对的生存环境，而准备金新政的风险将在未来逐步体现。

业绩变脸埋地雷

截至10月20日，据深圳证券信息公司数据中心统计，沪深两市共有超过200家上市公司披露2011年三季报，平均净利润同比增长逾三成。

在已经披露三季报的239家公司中，净利润同比出现增长的公司有170家，9家扭亏为盈，合计占比74.9%。其中，净利润增长幅度超过50%的公司有74家，占比30.96%。239家公司平均营业收入23.37亿元，同比增长25.28%；平均净利润1.82亿元，同比增长35.37%。

同时，Wind资讯统计显示，截至10月20日，共有1063家上市企业披露了业绩快报，其中业绩预喜的（预增、扭亏、略增、续盈）有767家，占比逾七成。

然而，在靓丽的业绩报告背后，也掺杂了不少水分。其中，10月以来，已有40家公司发布了三季报业绩预告修正公告（剔除已披露三季报的公司），业绩向下修正的公司达29家，占“变脸”公司数量的72.5%。

兴业证券首席策略分析师张忆东指出，“受宏观调控影响，去年第三季度是利润增长的低点，较第二季度下滑较多。因此，基数效应也将支撑第三季度业绩增长。”这意味着今年第三季度的靓丽业绩报更多是基于去年较低的基数，并不能完全代表当前企业生存状况。

另外，业内人士认为，按照历史经验，三季报披露前期都是业绩比较确定、甚至业绩比较好的企业。而从已经披露的业绩报告来看，出现同比增长幅度较大的企业数量并不多，这意味着今年的三季报可能有点冷。同时，当前整个市场环境并不理想，要依靠三季报促成大规模的市场行情可能性很低。

房企库存压力大

受通货膨胀影响，物价高企也使得企业成本压力随之上升。

对此，兴业证券首席策略分析师张忆东认为，中报反映成本压力传导较为顺畅，第三季度物价同比增速高位缓慢回落，结合库存压力不大，价格回落不会带来毛利率的快速下滑。

东北证券分析师沈正阳则认为，存货价值变动、坏账准备增加等因素导致第二季度资产减值损失的快速上升，这一关系可能将在第三季度表现得更为明显。

同时，东北证券在业绩报告中指出，全部A股（非ST）在剔除金融板块以及中国石油、中国石化的存货与资产比出现快速上升，这一比值在中期报告中已经超过19.0%，并创出近年来新高，表明当前的存货压力有所提升。从存货与营业收入比看，存在一定的季节性变动规律，今年中期的存货与营业收入比同样出

现季节性回落，但是明显高于去年同期的这一比值，从需求角度看，当前的存货压力同去年同期相比依然较大。在存货中，房地产行业占比较高，房地产存货同比增速仍维持在 40%左右的高位，环比仍然是逐季正增长，房地产行业存货压力较大，但主动去库存的动机并不明显。

四季报更加严峻

尽管三季报业绩亮点并不多，但市场人士认为，在当前热点匮乏的情况下，三季报仍然是投资的主线。

沈正阳认为，从物价与行业毛利之间的相互作用角度看，在物价上涨的前期尤其是大宗商品原材料价格的上涨首先推升上游行业的毛利率水平，下游毛利率保持相对稳定。在物价普遍上涨后，整体毛利率均得到提升。在物价回落过程中，原材料价格回落导致上游毛利率下行，以及中游毛利率的企稳上升，而下游在物价刚性作用下仍能保持较高毛利率。因此，上游采掘、化工等行业毛利率出现下滑；中游制造业除了交运设备外，毛利率出现上升；下游消费、服务行业中除了纺织服务外，毛利率保持稳中有升。

而对于紧缩政策对企业业绩的影响，张忆东认为，随着调控进一步加力，流动性环境进一步恶化，需求会出现大幅下滑，物价快速下跌。但是，由于央行出台的存款准备金缴款基数扩大政策在 10 月份以后影响更大，因此，张忆东认为，这一风险如果爆发，也将体现在第四季度业绩中，对第三季度业绩冲击不大。

机构观点

兴业证券：筑底阶段参与反弹是勇敢者的游戏

防守反击，行情不断俯卧撑，但仍有机会

（1）在震荡磨底的过程中，坚持跌深反弹的主线，逻辑在于政策、流动性等因素的边际改善，关注即使偷鸡不成也不会蚀啥米的机会：1、跌深——下跌的时间和空间都比较充分，有安全边际；2、多杀多压力小；3、个股流动性较好，进得去出的来；4、反弹契机可能是板块里面有新股上市、大股东增持等。

（2）进取型投资者可以继续围绕“中字头”超跌类股稳扎稳打；交易型投资者可趁行情维稳用“游击战”博弈超跌股反弹的新故事，如三季报超预期、跌破发行价或增发价、行业或区域新刺激政策（比如 17 届 6 中全会对于文化传媒相关行业是中长线大利好）等。

（3）谨慎型投资者趁反弹逢高时调整仓位及持仓品种。当前经济从普林格周期角度来看，正从滞胀期走向衰退期，在这一阶段，大类资产配置中债券的配置价值显著提升，依照债市的反弹次序，优先配置国债、高等级信用债；股票市场上可配置类债券（分级基金优先份额、金融、“中字头的央企”等权重蓝筹）；收缩持股，精选消费和真成长，等待明年更好的机会。

(本页无正文)

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，客服热线：400-821-0588（免长途话费）021-50509666。