

今日关注

- 桂敏杰：四方面推进市场法治建设

财经要闻

- 习近平：改革需破利益固化藩篱
- 祁斌：应把培育机构投资者放在更加突出位置
- 分级基金 ETF 有望推出 将实现 T+0 套利
- 11 月新批 QFII 额度 24.75 亿美元

东吴动态

- 抢抓机遇 绝处逢生

理财花絮

- 选时择机盈定投

热点聚焦

- 信用风险警报或引发流动性变局

机构观点

- 湘财证券：短线整理 回档概率大

旗下基金净值表

2012-12-11

基金名称	净值	累计	涨 跌
东吴动力	1.0463	1.6263	-0.45%
东吴轮动	0.6280	0.7080	-0.33%
东吴新经济	0.8670	0.8670	-0.69%
东吴新创业	0.8020	0.8620	-0.37%
东吴新产业	0.8190	0.8190	-0.85%
东吴嘉禾	0.6492	2.3692	-0.54%
东吴策略	0.7748	0.8448	-0.01%
东吴保本	1.0080	1.0080	0.00%
东吴 100	0.8070	0.8070	-0.62%
东吴中证新兴	0.5980	0.5980	-0.50%
东吴优信A	1.0285	1.0405	-0.06%
东吴优信C	1.0155	1.0275	-0.06%
东吴增利 A	1.0200	1.0600	0.00%
东吴增利 C	1.0130	1.0530	-0.10%
基金名称	每万份收益	7 日年化收益	
东吴货币A	0.6021	3.60%	
东吴货币B	0.6709	3.85%	

主要市场表现

指 数	最 新	涨 跌
上证指数	2074.70	-0.44%
深证成指	8220.54	-0.55%
沪深 300	2258.50	-0.55%
香港恒生指数	22323.94	0.21%
道琼斯指数	13248.44	0.60%
标普 500 指数	1427.84	0.65%
纳斯达克指数	3022.30	1.18%

今日关注

桂敏杰：四方面推进市场法治建设

上海证券交易所理事长桂敏杰在第三届“上证法治论坛”上表示，资本市场必须始终坚持走法治化道路。资本市场的科学发展需要更为完善的法治保障。上交所将适应市场发展变化需要，继续加强和推进上交所自身的法治建设，进一步提升上交所自身运作的法治水平。

桂敏杰说，党的十八大确立了 2020 年全面建成小康社会的宏伟目标，进一步阐明了“全面推进依法治国”的重要性和紧迫性，强调要“完善中国特色社会主义法律体系”、要“推进依法行政，切实做到严格规范公正文明执法”、要“深入开展法制宣传教育，弘扬社会主义法治精神”，并将“自由、平等、公正”等现代法治理念与“法治”一起，纳入社会主义核心价值观体系。这些精神、理念和部署，对推进资本市场法治建设具有重大而深远的指导意义。

资本市场建立以来 20 多年的经验告诉我们，资本市场的进步和发展与市场法制建设的健全和完善息息相关，法治水平的高低决定了市场规范化程度和成熟度水平。20 多年的经验也告诉我们，资本市场法治建设的成效有一个从间接到直接、从隐性到显性的过程，难以立竿见影、快速见效，需要我们长期坚持和努力。但是法治的导向和预期作用却使其效用随时间的推移呈现雪球效应，坚守法治道路越持久越稳定，其成效就会越放大、影响越深远。如果我们稍有偏离，就可能出现全局性、长期性问题。因此，资本市场必须始终坚持走法治化道路。

桂敏杰指出，目前资本市场法律体系和主要制度基本建立，执法和司法能力显著增强，资本市场法治建设取得了重大进展和进步。但同时应看到，我国资本市场尚处于新兴转轨的阶段，发展快、创新多、变化大仍是明显特点，法律的相对稳定性和市场的变动性之间的矛盾以及市场对执法和司法提升更高层次的需求，仍是当前资本市场法治建设需要解决的突出问题。今后，我们需要将法治的进一步健全完善作为推进资本市场科学发展的重要任务，通过制度供给、制度创新，提升资本市场法治化的科学水平，促进和保障资本市场发展再上新台阶。

桂敏杰表示，郭树清主席日前发表的《更加重视法治推动资本市场改革发展的重要作用》一文，阐述了今后一段时期资本市场完善法治的方向和任务，强调了资本市场改革发展必须坚持法治化的发展道路。这些论述和观点集中反映了证券期货监管部门的理念和认识，对资本市场法治建设具有重要的指导意义，上交所给予充分认同和积极响应，全力配合监管层推进市场法治建设。

一是适应市场发展变化需要，健全完善上交所的规则体系。交易所的规则是资本市场法律规则体系的有机组成部分，在市场运行中发挥着基础性作用。目前，上交所市场运行中的各类有效规则共 220 余件，主要以股票类、集中交易类、监管类、实体类规则为主，债券基金衍生品类、非集中交易类、服务类、程序类规则比较欠缺，已经不能适应上交所市场全面发展的现实要求。我们需要重点加强与市场改革创新密切相关的规则制定修改工作，进一步扩大规则覆盖面，努力促进市场创新和发展。

二是认真履行交易所职责，严格执行资本市场的法律制度。上交所是证券交易的组织者、管理者，承担着严格执行证券法律、法规和规则，维护交易秩序，保护投资者合法权益等管理职能。随着资本市场的扩大和复杂，市场各方对交易所严格执行法律，维护市场公平正义，保护投资者权益的要求和期望越来越高，需要我们进一步强化执法守法理念、丰富自律监管手段，努力在惩治市场违规失信行为、规范市场秩序中，更加充分、更为有效地发挥交易所的作用。

三是加大法制宣传力度，提高市场主体的法制意识。我们需要创新法制宣传教育的方式，丰富法制宣传手段，增强法制宣传效果，促进市场主体提高诚信合规意识。

四是坚持依法办事，进一步提升上交所自身运作的法治水平。我们需要进一步深刻认识资本市场改革发展新形势对法治建设提出的新要求，进一步增强法治意识，尊重法制规律，坚持依法办事。需要进一步将自身运作的法制化、规范化和透明化与市场建设统一起来，在市场发展和创新中更加注重运用法治方式，更好地发挥法治的作用。

财 经 要 闻

习近平：改革需破利益固化藩篱

中共中央总书记、中央军委主席习近平近日在广东考察工作，他强调，党的十八大向全党全国发出了深化改革开放新的宣言书、新的动员令，全党全国各族人民要坚定不移走改革开放的强国之路，更加注重改革的系统性、整体性、协同性，做到改革不停顿、开放不止步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化而团结奋斗。

习近平指出，实践发展永无止境，解放思想永无止境，改革开放也永无止境，停顿和倒退没有出路。我们要坚持改革开放正确方向，敢于啃硬骨头，敢于涉险滩，既勇于冲破思想观念的障碍，又勇于突破利益固化的藩篱。我们要尊重人民首创精神，在深入调查研究的基础上提出全面深化改革的顶层设计和总体规划，尊重实践、尊重创造，鼓励大胆探索、勇于开拓，聚合各项相关改革协调推进的正能量。（和讯网）

祁斌：应把培育机构投资者放在更加突出位置

中国证监会研究中心主任祁斌日前在接受媒体采访时表示，应当把培育机构投资者特别是专业机构投资者当作一项战略任务，把它放在更加突出的位置。他同时称，资本市场的改革是系统性工程，需要全社会各个方面的共同推动。

他表示，资本市场的改革是系统性工程，需要全社会各个方面的共同推动。首先，要加快场外市场建设，完善市场体系，为投资方和融资方提供有效对接的平台，缓解中小企业融资难和投资者缺乏投资渠道等难题；第二，不断提高监管水平和效率，维护市场公开、公平、公正原则；第三，要高度关注投资者的利益保护，强化投资者保护机制，加强投资者教育；第四，要推动长期机构投资者的发展，推动社会保障和养老体系与资本市场的良性互动。（证券日报）

分级基金 ETF 有望推出 将实现 T+0 套利

业内人士 11 日透露，相关机构正在设计分级基金 ETF，以帮助投资者进行 T+0 套利。上交所明年年中有望出台相关规定，明年年中或下半年基金公司可能推出相关产品。

分析人士认为，更快的套利将为分级基金带来更大流动性。这一机制将使子份额获得更准确定价。目前，在 T+3 机制下，子份额定价不够有效，原因在于 3 天的延迟会使折溢价不断加大，而且，价格偏离甚至可能导致套利失败。分级基金 ETF 所带来的 T+0 模式有可能解决上述问题。

专家表示，随着分级基金逐渐为投资者所熟悉，投资机会正在减少，因此需要加大创新力度。（中证网）

11 月新批 QFII 额度 24.75 亿美元

外汇局 12 月 11 日公布合格境外机构投资者（QFII）投资额度审批情况，今年 11 月累计新批了 24.75 亿美元的 QFII 额度，较上月略有减少。截至 11 月 30 日，外汇局已经累计审批 165 家 QFII 机构合计 360.43 亿美元的投资额度。外汇局同时披露了合格境内机构投资者（QDII）额度审批情况，11 月新批中信信托有限责任公司 3.5 亿美元的投资额度。截至 11 月 30 日，获批的 QDII 投资额度累计达到 866.47 亿美元。（证券日报）

东吴动态

抢抓机遇 绝处逢生

基金行业将迎来飞跃

证券时报记者：有人说近期出台的基金行业监管办法和理念将给基金业带来第二次飞跃，您对此怎么看？

任少华：9 月底，证监会发布了修订后的证券投资基金管理公司管理办法、子公司管理暂行办法以及特定客户资产管理业务试点办法等，体现了监管层加强监管，放松管制，积极推动基金公司向现代财富管理机构转型的创新思路。这为基金行业的市场化发展、行业结构的有效改善拓展了空间。

中国的财富管理市场还处于起步阶段，资产管理规模与居民储蓄规模相比还较低，且资产管理者更关注高净值客户。其实，在财富管理的同一起跑线上，基金公司具备更专业的投研定价能力、更严格的风险控制体系，可以更有效地优化资本配置，实现社会财富的科学管理。一系列新办法的出台，吹响了基金行业新一轮蓝海竞争的号角，行业创新将层出不穷。我们相信，在新政指导下，整个基金行业将迎来质的飞跃。

中小基金公司的机会

证券时报记者：新出台的专项业务子公司试点办法将为东吴基金带来怎样的机遇？

任少华：试点办法中首要提出的一点，就是拓宽资产管理计划的投资范围，允许基金公司通过专项业

务子公司开展非上市股权投资、债权、收益权等资产投资业务。这意味着基金公司设立的子公司将可以从事私募股权（PE）投资。

新的投资范围、逐渐放宽的投资限制，都将为基金公司带来新的机遇，尤其对中小基金公司来说，能够通过新业务的试行与大公司站在同一起跑线上，无疑是一次绝处逢生的机会。东吴基金将采取差异化竞争的战略思路，挖掘自身优势，打造具有东吴特色的独特模式，服务于实体经济。

证券时报记者：如果要设立子公司，东吴基金有哪些优势？

任少华：资本要有生命力，必须服务实体经济。东吴基金如果设立专项子公司，也将把为实体经济服务放在首要位置。东吴基金是根植于苏州的公司，依靠着地方实体经济的支持，也承载着促进地方金融发展的使命。苏州资本市场未来的发展潜力巨大，目前苏州共有各类企业 50 余万家，除了上市公司、少数国有大中型企业和 2 万余家外商独资和合资企业外，尚有近 48 万家中小企业。苏州地区实体经济强大的投融资需求，将成为东吴基金发展专项业务的沃土。

去年我在东吴证券筹备成立了另类投资子公司，主要从事项目投资、实业投资、股权投资等业务。当初设立这个公司的意图，就是希望通过另类投资的平台来连接资本市场与实体经济，一方面可以促进公司在投融资方面更好发展，另一方面也可用多元化经营来应对市场动荡。这段经历为我们未来建立基金公司专项业务子公司提供了宝贵经验，也为未来子公司的战略发展方向提供了借鉴。

在这些有利条件下，东吴基金将责无旁贷地为企业投融资综合金融和财富管理服务，为地方经济的发展作贡献。

严格的风控是创新的保障

证券时报记者：创新必然伴随风险，特别是即将涉足的专项资产管理业务，可能风险会更大。对此您是如何看待的？

任少华：创新当然有风险，但是不创新风险更大。创新和风险其实是一个哲学的辩证关系。创新往往会产生风险，但金融创新的一个重要意义就是为了规避风险。创新与风险存在相互转化、对立统一的辩证关系，它们彼此之间统一于金融行业不断发展修正的过程之中。因此，只有创新，才能更加完善风控体系，更有效地规避风险。

据我所知，多家基金公司都在积极筹备专项资产管理子公司的申报工作，大家都知道创新有风险，但也都都在争先恐后地抢抓机遇。专项资产管理业务可能会存在信用、流动性等风险，但风险可以管理，严格的风险控制是任何创新的首要保障。在这方面，我首先提倡加强风险防范意识，风险控制不仅是基金公司某个部门的工作，更是每个基金人应有的职业操守。其次，要在制度流程上建立一套防范风险的体系，加固风险控制的防线。第三，冒一定的风险也是有价值的，关键是要熟练掌握风险管控的手段与方法，积极化解风险。

理财花絮

选时择机盈定投

基金定投是一种目前我国已经较为普遍的基金投资方式。简单地说，它是指在固定的时间将固定的金额投资到指定的开放式基金中，分批投入，积少成多，和银行的零存整取的投资方式有些类似。

基金定投之所以受到投资者的青睐，主要是由于这种投资方式规避了投资者对进场时机主观判断的影响。具体来说，在定期定额这种纪律性的强制投资机制下，投资者需要在市场下跌时买入较多份额，在市场上涨时则相应减少购入份额。

这种逢低加码、逢高减码的自动调节功能，使得投资者可以有效的降低基金份额的平均买入成本，分散单笔投资的择时风险。此外，与单笔投资 1000 元的最低投资额相比，基金定投的进入门槛更低，目前一些银行的定投业务最低投资额可以低至每月 100 元，为小额投资者带来了便利。

既然基金定投优势如此明显，为什么有些投资者在坚持定投了五年之后，至今仍然是亏损状态呢？是定投时间不够长吗？现在要不要断供止损？

对于这些问题，很多理财专家都给出了投资建议。“坚持长期定投”、“基金净值越跌越买”是比较常见的答案。那么，如果把投资时间拉长，是否任意定投任意一只基金都可以 100% 获得正收益呢？

基金定投不是包治百病的“万金油”，理财需要因人而异，更需要因市场而异。通过数学推导我们发现，只要在结束定投时基金的单位净值 PT 大于定投期间该基金单位净值的平均值 P ，那么投资者的一定会取得正的投资收益。我们可以这样理解， P 是投资者定投期间付出的平均成本， PT 则是投资者在 T 时刻退出时得到的单位价值，显然当得到的单位价值大于付出的单位成本时，投资收益大于零。

可见，在定投时机的选择上，退出时点比进入时点更重要。进入时点的单位净值 P_1 只会对 P ；产生一定程度的影响，但随着定投时间的拉长， P_1 对 P ；的影响会逐渐减弱，甚至消失。因此，退出时点 PT 是定投盈亏的重要因素。

回到前面的问题，定投 5 年仍然亏损应该怎么办？是定投时间不够长吗？要不要停止定投？

如前所述， PT 和 P 之间的大小关系，是决定定投能否盈利的重要因素。因此，“定投时间越长获利机会越大”和“基金净值越跌越买”似乎并不成立。当然，从各国股票指数的历史走势中，笔者也可以很容易的找到反例。

以东京日经 226 指数为例，测算结果显示，如果从 2000 年 1 月开始，每个月的月末定投某只虚拟的东京日经 226 指数基金，那么，到 2003 年底，投资者的定投收益 RDT 为 -5.5%；到 2005 年底，投资者的定投收益 RDT 为 40.6%；到 2012 年 10 月，投资者的定投收益 RDT 仅为 -20.9%。

也就是说，如果某个投资者在 2000 年 1 月开始选择定投东京日经 226 指数，在坚持定投超过长达 12 年时间之后，至今仍然录得超过 20% 的亏损。如果他选择在 2005 年 12 月退出，那么就可以在日经指数下跌 17.5% 的市撤境中获得超过 40% 的正收益！

在 2000 年 1 月至 2005 年 12 月期间，东京日经 226 指数经历了一个先震荡向下、后探底回升的“微笑曲线周期”。在此期间，市场震荡筑底敲为定投的投资者降低平均成本 P 带来了绝佳的机会。底部时间越久， P 越低，意味着平均成本越低，未来基金单位净值升至 P 之上的概率也越大。

虽然在 2005 年 12 月末日经指数仍然未能回升至 2000 年 1 月的最初水平，但是由于投资者在市场底部以相对低廉的价格购入了相当多的基金份额，加上基金的单位净值已经从低位反弹至 P 之上，因此投资者的收益迅速累积，最终获得了超过 40% 的不菲回报。而自从 2008 年金融危机以来，回调后的东京日经 226 指数一直在底部区域徘徊。截至 2012 年 10 月底，坚持长期定投的投资者仍处于亏损状态。

综上，对于那些相信基金净值最终能从底部反弹至 P 之上的长期投资者来说，即使暂时处于亏损状态，仍应在目前的低成本时期继续定投，为未来市场反弹打好基础，同时紧密跟踪市场及基金净值的走势，在基金净值探底回升之后，选择适当的退出时点择机退出，获取投资收益。

不可否认，指数在底部区域的时间越久，基金投资者的亏损额、亏损比例、甚至心理压力都会相应增大。尽管如此，我们仍然认为，在基金净值从底部反弹之前退出定投计划并不是一个理性的选择。

当然，定投标的的选择也是非常重要的。如果由于市场萎靡或者基金经理能力有限，基金净值长期震荡向下，并且投资者预期在未来相当长的时间内基金净值难以回升，那么定投标的则需及时调整。

热点聚焦

信用风险警报或引发流动性变局

非信贷融资快速增长导致前 11 月社会融资规模同比增加，随之而来的是信用风险日渐积累，年末已开始多个领域暴露。出于审慎监管考虑，监管层可能及时出手加以调控。非信贷融资增长节奏可能放缓，将引发明年流动性变局。

从融资方式来观察，社会融资规模今年出现一个新特点，即非信贷融资发力是社会融资规模同比多增主因，其中又以信托贷款和企业债券融资前 11 个月增长最为显著。可以说，来自银行信贷之外的融资快速增长，是支持四季度经济反弹的重要力量。若这部分资金明年出现变化，将影响流动性格局，冲击今年以来“融资先行”经济驱动模式。

事实上，非信贷融资增长“变奏”11 月已初现端倪：当月企业债券净融资 1817 亿元，同比少 260 亿元，比 10 月大减 1175 亿元。与规模巨减相对应的是信用债融资利率抬升。企业债券融资趋冷，与监管层和投资者对信用风险的担忧不无关联。尽管信托贷款 11 月仍保持较快增长，但监管层对其态度转为谨慎，不排除明年政策出现大变化的可能。

首先，今年以来，企业债券迅速增长，其中相当一部分来自地方融资平台公司基础设施项目融资。为稳定经济增长、配合新批投资项目融资需求，有关部门放宽企业债准入门槛，使 6 月后企业融资出现爆发

式增长。随着债市规模迅速扩张，风险不断积累，部分项目缺乏现金流和还款能力，局部、个别风险突出。在经济结构调整过程中，债券市场信用风险明年可能进一步积累，不排除出现实质性违约情况。债券市场扩容节奏可能会放缓。

业内人士认为，四部委日前出台的关于地方土地储备规范意见明确，县级以上政府只能有一个事业性法人作为土地储备统一主体。如果土地收储功能被剥离，一些城投公司便失去获取信用的基础，这也可能对这些城投公司未来发债能力形成限制。

其次，信托融资面临的不确定性可能更大。今年以来，信托融资成为平台基建、房地产投资主要融资渠道。由于信托融资成本较高，在地方政府负债结构发生变化后，急速增长的融资成本负担造成的风险逐渐累积。时值年末“讨账高峰”，关于理财产品违规销售“飞单”、银行托底矿产信托、地方政府托底基建信托等消息不断传出，信托和理财产品融资中的不规范问题频频暴露，信托“刚性兑付”底线屡被挑战，部分项目无法兑付，已引起监管层关注。未来，信托信用风险日益增大、监管层可能将出台相关政策，都会对信托融资增长形成制约。

传统的信贷融资进一步扩大的空间也受到限制，今年新增信贷可能突破8万亿元，明年继续大幅扩张可能性不大。一是明年我国银行将执行巴塞尔新资本协议，受资本约束将影响银行放贷能力。二是金融脱媒导致存款流出现象长期存在，银行业受制于存贷比红线，难以扩大贷款投放力度。

在传统信贷融资增长有限，信托、企业债券面临的政策调控不确定性增大情况下，明年流动性可能难见较宽松行情。受此影响，传统“融资驱动式”经济回升的持续性可能会受到挑战。（中证网）

机构观点

湘财证券：短线整理 回档概率大

周二市场未能延续近期的升势，虽然盘中靠着煤炭等强周期股的走强一度翻红，并且创出反弹新高，但市场做多信心似乎难以为继。昨日指出周一最后半个小时出现明显的放量滞涨，周二最后半个小时更是明显的放量下跌。虽然期指表现的并不明显，但多空双方都选择了谨慎的态度显然不利于行情的纵深发展。

前期未能及时进场的投资者继续保持耐心，切莫因为微弱的回档就急吼吼地冲入市场。已经有一些丰厚利润的投资者，建议适度落袋为安，等待下波的反弹机会。在对货币宽松的预期不断落空之后，投资者转向财政政策宽松的预期，城镇化的概念则成了行情的导火索。经济的弱复苏，可以简单地对应市场的弱反弹。

(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。