

今日关注

- 证监会研究中心：养老金要入市 推动中国版 401k

财经要闻

- 发审会重启在即：IPO 规则拟微调 超募限制将放松
- 人民币兑美元汇率中间价再创年内新低
- 中电投将启动混合所有制改革 民资可投所有业务
- 国土部已确定不动产登记试点城市 南京等地在列

东吴动态

- 首席投资官挂帅 东吴阿尔法逆市热销

理财花絮

- QDII、海外基金和 QFII

热点聚焦

- 基金子公司内控核查要点下发 证监会抽查十项指标

机构观点

- 海通证券观点：实体经济观察：暴雨将至？

旗下基金净值表

2014-3-12

基金名称	净值	累计	涨跌
东吴动力	1.2556	1.8756	0.09%
东吴轮动	0.5078	0.5878	0.26%
东吴新经济	0.8340	0.8340	0.12%
东吴新创业	0.9990	1.0590	0.20%
东吴新产业	1.2540	1.2540	0.16%
东吴嘉禾	0.7414	2.4614	0.13%
东吴策略	1.0727	1.1427	-0.14%
东吴内需	1.1760	1.1760	0.34%
东吴保本	0.9910	0.9910	-0.40%
东吴 100	0.7740	0.7740	0.13%
东吴中证新兴	0.7840	0.7840	-0.13%
东吴优信A	1.0099	1.0219	-0.64%
东吴优信C	0.9913	1.0033	-0.64%
东吴增利 A	1.0290	1.0690	0.00%
东吴增利 C	1.0170	1.0570	-0.10%
鼎利进取	0.9340	0.9340	0.00%
鼎利优先	1.0160	1.0370	0.00%
东吴鼎利分			
级债券	0.9710	0.9840	0.00%

基金名称	每万份收益	7 日年化收益
东吴货币A	0.6580	2.36%
东吴货币B	0.7259	2.61%

主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证综指	1,997.69	-0.17%
深证成指	7,217.02	0.06%
沪深 300	2,114.13	0.26%

证监会研究中心：养老金要入市 推动中国版 401k

证监会研究中心、北京证券期货研究院 13 日在中国证券报发表题为《推动养老金改革与资本市场发展的良性互动》的文章指出，未来我国基本养老金缺口将达到几十万亿，国家财政将难以负担。应抓住我国经济尚处于较快增长阶段这一宝贵时间窗口，及时厘清政府、企业、个人的养老责任，建立当今世界主流的三支柱养老模式。

三支柱养老模式中，第一支柱为公共养老金，提供参保者最基本生活保障。第二支柱为职业养老金，由国家提供一定的税收优惠，激励每个人在工作阶段不断积累，企业匹配一定比例的资金，同时这些资金通过参与投资保值增值，分享经济发展成果，并实现自我累积，成为养老金体系的核心支柱，以确保社会的养老安全。历史数据表明，发达和发展中国家的第二支柱养老金长期回报率都在年均 6% 以上，我国全国社会保障基金过去十年平均实现了 8% 以上的年回报率。第三支柱是个人自愿参加的养老金计划。

目前，现行的“统筹加个人”的基本养老金结余规模为 2.4 万亿人民币，基本上属于第一支柱的范畴，也基本上不参与投资。作为第二支柱的企业年金规模为 0.48 万亿人民币，两者的比例为 83%:17%。而第三支柱至今几乎为空白。

纵观各国养老金制度的变迁，建立三支柱的养老金模式并分别按照不同的模式进行投资是现代经济社会发展到一定阶段的必然选择。

养老金制度的结构调整

(一) 社会统筹账户明确为公共养老金计划，适当降低待遇水平

从世界范围来看，三支柱的养老金模式中，公共养老金都以防范老年贫困为目标，缴费水平和待遇水平都比较低。2011 年 OECD 国家公共养老金的平均缴费率为 21%。待遇水平为 42.2% (待遇水平指的是养老金领取额与缴费工资的比例)。

2012 年我国基本养老金的社会统筹账户缴费率为 20%，与 OECD 国家公共养老金基本相同，而所提供的待遇水平达到 70% 以上，存在下调空间。

建议公共养老金维持当前社会统筹账户 20% 的缴费率不变，将待遇水平调整到与 OECD 国家基本相当，即 40% 左右。在此情况下，根据测算，公共养老金在 2040 年之前不会出现缺口。公共养老金待遇水平下降的部分将由个人账户投资所得来补偿。

(二) 个人账户独立运作，和企业年金共同构成实质性第二支柱，通过投资提升自我保障能力

将做实后的个人账户划拨为第二支柱，按照第二支柱的模式进行投资管理，和企业年金共同构成实质性第二支柱，进行专业化、多元化投资，实现保值增值和自我积累。根据测算，在个人账户实账运行的情况下，保持目前 8% 的缴费率，按照缴费 35 年，领取约 14 年，参考国外第二支柱养老金平均 6% 的投资收益

率，个人账户养老金可以提供 30%左右的待遇水平。加上公共养老金 40%的待遇水平，两者合计达到 70%，与当前制度的待遇水平基本相当。

有学者提出对个人账户按“名义账户制”改革，即个人账户始终空账运行，按照一个记账利率记录收益，并将个人缴费状况与养老金待遇挂钩。名义账户制能建立多缴多得的激励机制，但其现收现付的本质类似现行制度，难以从根本上解决制度不可持续的问题。

(三)中长期可缩小公共养老金计划，减轻企业负担

中长期来看，随着投资经验逐步积累，如果个人账户养老金投资收益率达到 7%，则可提供约 40%的待遇水平；那么公共养老金缴费比例可以从 20%下降到 16%，实现 30%的待遇率，总体待遇水平与当前制度基本相当。一方面，减轻了企业负担，有助于激发经济活力。另一方面，2050 年之前公共养老金能保持收支平衡，减少国家财政负担。

(一)资本市场长足发展为养老金投资创造了良好条件

目前我国上证指数的市净率约为 1.4 倍，远低于国际市场 2-3 倍的水平，表明资本市场具有长期投资价值。我国资产管理行业不断发展壮大，管理资产的规模为 A 股市值的 1.7 倍。此外，我国股市波动率呈下降趋势，2012 年波动幅度已经接近或低于韩国、巴西等新兴国家。同时，证券行业信息技术快速进步，能有效实现账户隔离制度，保障资金安全。这些都为养老金投资运营创造了良好的市场环境。

(二)公共养老金与个人账户养老金遵循不同理念进行投资

公共养老金计划是老年人最基本的生活保障，对资金的安全性和流动性要求较高，应该以投资国债和其他固定收益产品为主。个人账户养老金计划注重自我积累、自我保障，投资应兼顾安全性和成长性，在债券、股票、另类投资及海外等多个市场进行多元化投资。

以美国为例，公共养老金主要投资国债，2000 年以来始终保持 4%以上投资回报率。401(k)计划的投资策略兼顾了安全性和成长性，长期获得了 6%以上的年平均回报率，而且通过资金的不断补充和投资获取收益，1984-2012 年之间资产规模从 1984 年的 917 亿美元增加到 3.5 万亿美元。平均每个美国企业雇员持有的 401(k)计划养老金资产规模翻了 5 倍多，也使得美国第二支柱在养老金体系中的比重从不到 20%上升到了 53%，有效减轻了公共养老负担。

(三)公共养老金和个人账户养老金的模拟投资回报

根据我国 2001-2012 年的股票、债券等市场的平均投资收益数据，我们模拟了养老金投资于上述产品不同组合下的回报情况。结果表明，通过科学合理投资，能有效实现养老金保值增值。

假设公共养老金投资于国债、金融债、股票的比例分别为 80%、10%、10%，则过去十年的年平均回报率为 5.1%，按此回报率计算，则当前结余未来十年的投资收益可达到 1.5 万亿元，比现有方式增加 0.73 万亿元。假设个人账户养老金全部做实，投资于国债、金融债、股票的比例分别为 20%、40%、40%，则过去十年的年平均回报率为 7.9%，按此回报率计算，现有结余未来十年的投资收益可达到 2.75 万亿元。（第一财经日报）

财 经 要 闻

发审会重启在即：IPO 规则拟微调 超募限制将放松

根据现行成品油定价机制，国内油价新一轮调价窗口将于今日 24 时打开。由于本周期内国际油价震荡起伏令原油变化率不断缩小，多机构预测国内油价或迎来年年内第二次搁浅。3 月 10 日，中国 2 月出口大降引发市场对经济的担忧且利比亚油田恢复生产，国际原油期货价格同步走低。纽约商品交易所主力合约 4 月原油下跌了 1.46 美元，收于每桶 101.12 美元；洲际交易所伦敦布伦特原油 4 月合约下跌 0.92 美元，收于每桶 108.08 美元。这让本周期内国内原油走势多了更多曲折，多机构预测这仍不能改变本轮油价将搁浅的趋势。中新网能源频道采访多家分析机构发现，各机构均预测本次变动幅度不足 50 元/吨。（中国新闻网）

人民币兑美元汇率中间价再创年内新低

昨日，人民币兑美元中间价连跌三日报 6.1343，再创年内新低。不过，即期汇率走势比较平稳，在 6.14 附近波动，截至收盘报 6.1450，较上一个交易日略贬值 0.07%。有交易员表示，因近期汇率波动较大，市场心态谨慎，交易相对清淡；预期汇市短期将企稳于 6.14 附近。从走势来看，2 月中旬之后，人民币即期汇率双向波动明显，自 2 月 17 日起急速贬值逾 1000 点之后，又在上周快速升值直至周五重启贬值行情。市场普遍预计，中长期来看人民币双向波动的趋势是主基调，不过今年整体上仍将会保持小幅升值的势态。自 2 月 17 日以来，人民币即期汇率累计贬值约 1.3%，今年以来贬值约 1.5%。（广州日报）

中电投将启动混合所有制改革 民资可投所有业务

全国政协委员、中国电力投资集团公司（以下简称“中电投”）总经理陆启洲日前向记者透露，中电投将在今年启动混合所有制改革，将允许民资参股部分中电投旗下子公司和建设项目，民资参股比例将达三分之一。今年的政府工作报告提出，优化国有经济布局 and 结构，加快发展混合所有制经济。同时，制定非国有资本参与中央企业投资项目办法，在金融、石油、电力、铁路、电信、资源开发、公用事业等领域，向非国有资本退出一批投资项目。两会期间，混合所有制改革，特别是电力、石油等能源企业的改革动向一直是代表委员和各界热议的话题，其焦点集中于投资形式、投资方向和参股比例等。（经济参考报）

国土部已确定不动产登记试点城市 南京等地在列

3 月 10 日，国土资源部部长姜大明在两会期间接受采访时表示，今年要建立不动产部际联席制度，编制统一调剂，6 月出台《不动产统一登记条例》。从目前至 6 月底，时间仅有 3 个多月，距离该条例出台的大限只有 100 多天。国土资源部副部长徐德明介绍，目前国土部对不动产登记工作的推进进行了规划，将成立协调委员会，由国土资源部牵头，将相关部门集合到一起协调解决重大问题，并成立不动产登记局，建立不动产登记平台和网络登记平台。此前，SOHO 中国董事长潘石屹公开表示，不动产登记条例出台，将使房价大跌。“目前，关于不动产统一登记工作部里一直在推进，现在条例还在完善中，关于统一登记的试点已经确定并安排下去了。”国土部一位官员对记者表示。据记者调查了解，国土部已选择了南京、宁波、郑州等几个城市作为试点，今年年初上述试点城市已经将试点工作列入政府工作计划。（华夏时报）

东吴动态

首席投资官挂帅 东吴阿尔法逆市热销

一直保持着淡淡平和的微笑，面对公募基金众所周知的压力，仅付之淡淡的一句“习惯了”；最大的兴趣就是研究股票，把几乎所有的时间和精力都倾注在了投资上；他，就是东吴基金首席投资官——程涛，一个已经将投资融入生命的基金经理。

正因专注，才能成功。Wind 数据显示，截至今年 2 月 10 日，程涛参与管理的东吴内需增长涨幅已逾 30%，在同类混合型基金中排名前列，业绩排名稳步上升。另据数据显示，程涛未加盟东吴基金前所管理的农银汇理两只基金每年业绩均进入同类基金排名的前 1/3，全市场取得此佳绩的基金经理仅有 9 位，而且在他任职期间，两只基金均获得了晨星、银河的“五星级”基金评级。

不知是否因为心性中承袭了安徽人的内敛谦和，正当盛年的程涛没有丝毫的急躁之气，更谦逊的表现在操作时也会参考市场行为，并一再强调自己看重绝对收益，希望带给投资人长期稳健的投资回报。

预测：今年波动大于去年

2013 年是成长股当道的一年，全年创业板指大涨 82.73%，个股更是百花齐放，新兴、成长概念深入人心。今年以来，创业板也是持续走强，面对市场的狂热，程涛显得冷静许多。

对于市场上热议的创业板估值问题，他认为不可一概而论。“在香港，有些股 10 倍可能大家都觉得贵；可在 A 股市场，也许 30 倍都不算贵。”但他同时指出，“在不断创出新高的过程中，创业板累积的泡沫已经不容忽视。”他认为创业板所蕴藏的风险“需要深入观察，才能进行全面的分析”。对于创业板企业应该区别对待，不能一概以估值论，“那些能颠覆传统商业模式、改变传统生活方式的相关公司弹性最大，其中蕴含了巨大的机会。”

对于今年此前的一波大幅下杀，程涛认为是源于前期市场过于亢奋，“盛极而衰”符合预期。展望短期市场，程涛的态度相对谨慎。

“首先，市场对 3 月经济数据表现相对担忧，从实际调研情况看，房地产行业景气指数有下降趋势。”程涛进一步说道，“其次，随着平台债务的兑付高峰即将到来，流动性的不确定性因素正在逐步增强”。据交行金融研究中心报告，2014 年将迎来接近 3500 亿元的兑付高峰，尤以 3、4 月份到期量最高。“再者，两会前市场对政策一般有憧憬，这种预期会推动市场走强，等到两会召开，即会面临预期兑现问题。另外，3 月底到 4 月初，是年报披露的高峰期，各种炒作此起彼伏，此后可能渐渐归于平静。最后，当前暂停的新股发行可能在 4 月份再度开闸，这也会影响到市场的风险偏好。”

基于以上几方面因素，程涛认为应当适时谨慎操作，因为 2014 年全年走势“市场波动较之前会更大”。

“我更偏好挖掘低估值品种，特别是那些明显低估的股票，对某一类风格的追求不会特别执着，标的的选择上也没有特殊偏好。我更注重的是均衡性，看重安全边际，绝不盲目追高，看重绝对收益。”在各行各业均有研究经验的程涛，被问及自己的投资风格时如是总结。

目前正在农业银行发行的东吴阿尔法基金（000531），其产品可谓是程涛投资理念的“私人定制”。东吴阿尔法基金股票仓位 0-95%，债券投资范围也比较宽泛。程涛表示，这样的产品设计利于基金经理操作，同时对“择时”要求更高，更强调投资回报和资产风险的比较。

“目前公募基金的仓位不会降到很低，这与基金经理考核相关。但我们这只产品，一旦不看好市场，会更大幅度地降低仓位，追求绝对收益，”程涛表示。同时，东吴阿尔法基金会运用股指期货对冲实现阿尔法收益，虽然目前只能做到 20%左右市值，不可能完全对冲，但对公募基金来说是一次创新的尝试。

谈及 2014 年的投资机会，程涛表示，投资将从简单的行业选择步入更深一层的个股挖掘时代，而东吴阿尔法基金今年将致力于挖掘以下四类机会：

第一，借助基金发行期的择时优势，等待传统优质成长股回调，捕获最佳买点。

第二，紧盯中国经济转型过程中，上市公司积极转型带来的投资机会，其中既包括从传统产业主动转向新兴产业的个股，也包括通过并购、重组等方式介入新兴产业的个股。

第三，重视国企改革浪潮带来的投资机会。如果改革到位，如通过引进民营团队、混合所有制等多种措施激发国有企业的活力，将会给相关板块带来明显的制度红利。一方面，以国有企业为主的大盘蓝筹股有望直接获利；另一方面，由于行业壁垒的减弱或消除，也给中小企业带来更多的投资机会。

第四，在新股发行井喷的背景下，关注新股、次新股的投资机会，挖掘其中的“黑马”。

风格：投资、哲学“一脉相承”

2003 年入行的程涛至今在金融界打拼已有 11 个年头，投资闲暇，程涛喜欢研究哲学。在他眼里，“基金经理和哲学家没什么分别，基金经理捕捉市场规律的特点和哲学其实是相通的，都是把所研究的事物总结成一种规律。”

程涛认为，一个基金经理不仅要内心强大，操作更要兼具稳定和果断，“既要保持不易被外界干扰的淡定，又能在机会出现时迅速出手。”从这个角度来说，他认为基金经理分为不同的层次。“最初级的常常会纠结于某一只股票的得失，再往上，通过对基本面、技术面以及方方面面信息资料的研究，经历多年历练后形成了自己独特的投资风格，这时候，如果集中投资于某一风格的股票获得了市场的认可，他便成功了，会很耀眼。”

说到这里，程涛特别提醒，“这时候，要特别注意，要审时度势，比如你今年选择了某一类股票，市场认可，那你就成功了；但到了下一年，你如果还是执着于这一类股票，但市场已经变了，你有自己的偏好，没有跟随市场去改变，就会被市场抛弃，跌入万丈深渊。”

所以，程涛建议投资者在选择所投资的基金品种时，要特别关注业绩的稳定性，关注长期业绩稳健的基金经理。（中国证券报）

理财花絮

QDII、海外基金和 QFII

所谓 QDII 制度，即 Qualified Domestic Institutional Investors，由香港政府部门最早提出，是指允许在资本项目未完全开放的情况下，中国内地投资者往海外资本市场进行投资的方式。

有关专家认为，最有可能的情况是，内地居民将所持外币通过基金管理公司投资港股。

那要通过什么样子的基金呢？

基金资金来源于国内但投资于境外金融市场的投资基金被称之为国际基金。目前国内某些基金公司已经成立了国际基金。

海外基金是指基金的发行对象为境外投资者，而投资方向是国内的有价证券组合。简单的说就是吸引外国人间接投资国内资本市场。也是发展中国家利用外资的一种较为理想的形式。

允许经核准的合格境外机构投资者，在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资当地证券市场，其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出的一种市场开放模式。被称之为 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)。

热点聚焦

基金子公司内控核查要点下发 证监会抽查十项指标

基金子公司带来真金白银的同时，却时刻难以拨开头顶的风险阴霾。

目前，尚无官方数据披露基金子公司的合计规模，一位业内人士向记者透露，估算的数据，集中在大几千亿到 1 万亿之间，短短一年多时间，这份成绩单足以令金融业惊艳。

据该业内人士介绍，仅规模达到千亿的就有工银瑞信、民生加银、招商基金和平安大华等基金公司旗下子公司。同时，基金子公司沿袭了信托业惯用的“刚性兑付”模式。作为注册资金只有数千万元的轻资机构，承载的资本杠杆日益加重。

“从通道业务转向自主经营，亟需程式化的风控护航。”北京某中型基金公司副总经理坦言。

据记者了解，监管层已搭建完成一套系统化内控核查流程，并对基金子公司上报的内控核查报告进行抽查。相比 2013 年行业发展之初，通过实地调研、窗口指导和约谈等模式，基金子公司的发展或从草莽圈地时代迈入规范期。

“现在子公司也不那么好做，无论财力物力，还是拿项目和风控，与信托公司和券商资管都有一定距离。”上述基金公司副总经理受访时指出。

之所以着重提及风控能力，是因为去年以来，以信托为主的非标投资项目频繁曝出危机，加重了子公司对于未来这一类投资的担忧。相比而言，基金子公司在风控上的经验短板，限制了不少项目的开发能力。

而另一家基金公司总经理也坦言，2013 年爆发式的增长，可能给行业未来发展埋下风险隐患。或也正是因此，2013 年基金子公司快速增长期间，频繁传出监管层“窗口指导”和“紧急刹车”传言。

日前，证监会基金部向各基金公司和相关会计师事务所下发了一份《基金管理公司从事特定客户资产管理业务子公司内控核查要点（试行）》（下称《内控核查要点》）。

其中，对包括公司治理、项目管理、销售管理、风险管理与监察稽核、运营管理、公司财务、人员管理、信息技术、风险隔离与利益冲突防范、母公司管控等十大项，涵盖的基金子公司内控核查细则进行了规范化的说明，并督导基金公司及其专户子公司应积极配合会计师事务所的内控核查工作。

按照基金部的要求，内控评价报告的报告期为每年 1 月 1 日至 12 月 31 日，报送期限为上一年度结束后 6 个月内。

这也意味着，近期，基金子公司的内控核查报告将按规定格式集中上报。届时证监会基金部将对内控评价工作开展情况进行抽查，并汇总分析。按照上述基金公司总经理的说法，基金公司母公司已具备较成熟的内控评价制度，此前已形成《证券投资基金管理公司内控评价报告指引》等相关文件。通过这一类规范性的文件，基金子公司可明确核查内容及方法、风险关注点等，监管层也可通过事后底稿审阅等方式，促进完善基金子公司的内部控制。

按照持有基金公司股权的上市公司年报，包括万家基金、东吴基金等，子公司业务收入已超过母公司，类似平安大华一类的次新基金公司，传统公募业务相比子公司的营收已可有可无。

在基金子公司快速扩容的同期，子公司“模仿”的信托业，则在 2013 年爆出多个风险项目，非标投资市场的风险敞口日益增大。相比信托动辄数十亿元的注册资本，和已长期沉淀的资产规模，基金子公司多数只有数千万资本金，抗风险能力堪忧。

日前，深圳证监局召开 2014 年度第一次基金公司督察长联席会议，也要求务必要持续做好风控工作，务必要始终做到规范运作，要求基金公司严格履行信托责任，将基金持有人利益放在第一位，大力加强投资者权益保护。

从《内控核查要点》条款来看，10 大项监管分为 36 项二级项目，和 85 项三级项目细则。每一项三级项目细则背后，证监会基金部都罗列了多条关注要点，可谓事无巨细。

以项目管理为例，分别包括二级市场业务和专项资管计划两个二级项目，在专项资管计划下，又分为产品管理制度、交易对手管理、项目的尽职调查与筛选、项目的实施和管理，以及项目的收益分配与清算等，以确保产品管理有章可循，督促子公司建立有效的交易对手遴选机制，督促建立尽职调查制度并对项目进行独立的尽职调查，并且督促相关项目制定定期参与和退出计划，完善流动性安排等。

与此同时，销售环节，监管层同时要求基金子公司在销售中识别投资者身份信息及交易有效性，保证交易申请真实、有效，不存在公开或变相公开销售，以及不存在违规承诺收益或保障本金等问题。

“这一系列的规范，主要是防止基金子公司在开展业务时，过分看重牌照价值寻租，而忽视内部风控建设。”北京某第三方销售机构人士受访时也指出。

通过制度安排，确保项目选择、产品设计、交易对手选择等环节的风控能力，在一定程度上保证了资金运作的规范。

另据了解，也是从 2013 年开始，货币成本飙升，一些股权投资机构通过券商资管和基金子公司通道，甚至出现不少项目造假，资金投向不明的情况。而在销售环节，给销售人员计提的比例就达到 3%-5%，不规范的现象日益增多。

按前述业内人士的说法，此前在信托的第三方销售中，出现的承诺收益等问题，在该文件中有所体现，也为后期行业遇到风险事件，进行风险处理埋下伏笔。（21 世纪经济报）

机构观点

海通证券观点：实体经济观察：暴雨将至？

2 月出口远逊于预期，社融总量环比大降且同比下行。下游地产、乘用车，中游钢铁、化工，上游煤炭等代表行业景气均呈下行趋势。宏观和中观均显示需求走弱，意味着经济未来可能像天气一样，从“阴雨绵绵”演变为“倾盆暴雨”。暴雨来临并非全是坏事。今年以来，经济走弱造成融资需求下降而资金供给稳定，体现为利率中枢明显下移，利好债市。

免责声明：

本报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