

习近平在广东考察时强调

增强改革系统性整体性协同性

据新华社电 社会、加快推进社会主义现代化而团结奋斗。

中共中央总书记、中共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

习近平指出，现在我国改革已经进入攻坚期和深水区，我们必须以更大的政治勇气和智慧，不失时机深化重要领域改革。深化改革开放，要坚定信心、凝聚共识、统筹谋划、协同推进。改革开放是决定当代中国命运的关键一招，也是决定实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的关键一招。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。

考察结束时，习近平听取了广东省委和省政府的工作汇报。他强调，全面建成小康社会要靠实干，基本实现现代化要靠实干，实现中华民族伟大复兴要靠实干。各级领导干部要牢记“空谈误国，实干兴邦”的道理，坚定理想信念，保持奋发有为的精神状态，提高推动科学发展能力，切实改进作风，脚踏实地创造新的更大的业绩。

刚性兑付系误导 资产池操作或酿危机 兑付风波凸显银行理财产品运作风险

本报记者 陈莹莹

银行理财产品再次被推上风口浪尖。多位专家和银行业内人士表示，银行理财产品到期无法兑付或亏损并非首次出现。根据普益财富统计数据，前三季度共1279款结构性产品到期，其中852款产品公布了到期收益率。在这852款产品中，54款产品未实现最高预期收益率。

分析人士表示，由于目前多数银行理财产品采用资产池运作模式，理财产品的资金投向、运营管理等信息不透明，产品潜在的风险未来可能进一步暴露。

问题产品多为结构性产品

据普益财富对银行理财产品的统计，前三季度共1279款结构性产品到期，其中852款产品公布了到期收益率。在这852款产品中，792款产品实现了最高预期收益率，54款产品未实现最高预期收益率，其中30款产品仅实现最低预期收益率，24款产品到期收益率介于最高预期收益率和最低预期收益率之间。就未实现最高预期收益率结构性产品的挂钩标的而言，挂钩黄金价格和汇率的产品占比较高。

普益财富研究员叶林峰表示，未实现最高预期收益率的产品大多是结构性产品，未实现最高预期收益率主要是因为挂钩标的走势和产品设计时设定的高收益条件相左，因而最终表现不佳。

银行业内人士指出，监管部门从未要求商业银行发行理财产品时承诺“刚性兑付”。中国证券报记者日前走访多家商业银行网点时，银行理财经理均表示：“虽然不能承诺百分之百保本保收益，但我们自从发行理财产品以来，还没有出现过无法兑付或亏损的情况。”许多投资者错误地认为，购买银行理财产品就等同于在银行存款，没有任何投资风险，且到期均能实现预期收益率。

宏源证券人士指出，据Wind资讯统计，今年销售的银行理财产品有61%为非保本型，大部分理财产品在营销时均有银行的隐性担保，客户当存款买，银行当存款卖”已成为默认的行业规则。

资产池操作存缺陷

中国人民大学经济研究所所长毛振华认为，近期银行理财产品风波不过是“冰山一角”，此类产品规模大幅膨胀的潜在风险令人担忧。对于目前最为人诟病的银行理财产品的资产池操作模式，一位国有背景信托公司人士告诉中国证券报记者，此前监管部门已要求

规范和整顿资产池模式，“但在实际操作中，很多银行仍是资产池运作。由于产品的资金量太大，很多产品都没有做到资金和挂钩标的一一对应。”

如果监管部门强制要求实现资金和挂钩标的一一对应，在技术层面上没有问题，但一一对应会直接导致银行运营成本增加，所以商业银行没有动力去做，更不愿公布资产池的详细信息。

针对资产池操作模式下银行理财产品的兑付问题，宏源证券分析师解成表示，产品期限从几天到几百天不等，而资产池里的资产有的存续期限可能长达数年。一旦资产池产生的现金流无法满足理财产品的兑付要求，银行有三种解决方

案可供选择，一是动用表内资产，二是用新发行理财产品所募集的资金来支付，三是从银行间市场拆借。

解成表示，一般来说，银行更偏好前两种方案，尤其是第二种方案，即发行新产品、兑付旧产品，但一旦投资者停止继续购买理财产品，银行可能无法兑现承诺，从而引发信誉危机。如果银行采纳第一种方案，即动用表内资产进行兑付，考虑到目前理财产品的规模，可能引发严重的危机。

信托类产品风险高

中诚信国际信用评级有限责任公司资深研究人士表示，作为投资产品，银行理财产品必然会有投资风险，投资者购买产品

时应仔细阅读合同，了解是否保本、挂钩标的等详细信息。尤其是信托类产品的风险更高。信托产品本身就是资产池运作，其运作信息和风险揭示都不太透明。如果将信托产品打包成银行理财产品，然后又进入一个新的资产池，就使得投资风险进一步放大。”在发行和运作理财产品的链条中，参与的机构越多，投资风险的不确定性也越大。

长期以来，信托类理财产品一直以高收益的特点吸引高端人群。此前，绝大多数信托类理财产品到期均能实现预期收益率，无形中具有“刚性兑付”的光环。据银率网统计数据，今年11月共2344款理财产品到期，在披露到期收益数据的1880款产品中，有21款未达到最高预期收益率，其中13款产品与信托挂钩。

业内人士表示，与信托挂钩的理财产品风险较高。例如，企业可能会提前终止协议，导致产品的运作期限缩短，实际收益率下降。投资者需要理性投资信托类理财产品。某些产品的预期收益率超过10%甚至更高，这意味着其蕴藏的投资风险也更高。

普益财富研究员方瑞表示，高回报率匹配高风险的市场规律适用于所有种类的投资产品。

“在一般情况下，与信托挂钩的银行理财产品的实际收益率应在4%-6%之间。”目前市场上融资类信托理财产品较多，投资者应从两个方面考察此类产品的风险，一是要具体了解资金的投向情况，二是要掌握企业的资金周转率和资产负债情况等。

杜金富：创新与规范并重 稳步发展理财业务

本报记者 陈莹莹

实习记者 徐文擎

银监会纪委书记杜金富11日在出席中国银行业协会理财业务专业委员会成立仪式时表示，中银协理财业务专业委员会将对进一步规范银行理财市场、促进银行理财业务健康发展，产生积极的促进和推动作用。

杜金富表示，银行理财业务的发展对完善融资结构、引导民间资金流向、满足客户需求、增加居民财产性收入、加快银行经营转型发挥了重要作用。2012年

前三季度，我国社会融资规模11.73万亿元，银行理财产品占同期社会融资规模的18%。

杜金富说，应理性看待理财业务发展中所存在的问题。部分银行董事会和高管层对发展理财的认识不够，没有从银行未来经营转型、提升核心竞争力方面制定理财业务的战略定位，要更有效地通过产品创新与服务升级满足客户全方位、个性化的理财服务需求。银行作为理财产品的销售方，一是要讲求诚信，把客户利益放在优先位置；二是要强化信息披露，及时、准确、完整地向客户揭示风险；三是要创新与规范并重，不断加大理财产品创新力度，满足客户多

层次理财业务需求。银行要建立科学的风险管理体系，在规范经营和控制风险的前提下，稳步发展理财业务。此外，银行要重视对银行理财从业人员和投资者的培训，提升银行理财业务的整体水平。

工商银行当选理财业务专业委员会第一届主任单位。理财业务专业委员会同日发布《关于加强银行理财产品销售自律工作的十条约定》，以促进银行理财业务规范健康发展，维护客户合法权益，培育规范销售、公平有序竞争的市场环境。

银行理财产品并非“大而不死”

本报记者 陈莹莹

在商业银行网点购买的理财产品到期无法兑付？这引发的或许并非某一家商业银行的品牌危机，而是值得银行全行业深思的信任危机，根源在于近年来银行理财产品高歌猛进之下潜藏的系统性风险。

据普益财富统计，前三季度我国银行理财产品发行规模超过20万亿元。在这一庞大数字的背后是投资者对商业银行信用、银行理财产品预期收益的绝对信心。然而，如果投资者失去信心并大规模撤出银行理财产品，看上去很大的理财产品大厦势将轰然倒下，这对于整个金融体系而言将是一场灾难。

历史是如此相似，4年前的次贷危机尚未完全平息，相关金融机构和国家仍在为当年不负责任的过度发展金融衍生品而

埋单。类似当年那些“失而不死”的国际投行，银行理财产品被我国公众普遍认为是“失而不死”、收益无风险。我国的银行理财产品如果继续在缺乏有效的监管和风险控制的市场中肆意野蛮生长，其风险将越积越大。

一方面，在当前的运行模式下，银行理财产品存在相当的系统性风险。事实上，在银行业内，商业银行通过银行理财产品变相“高息揽储”是公开的秘密，即以表外通道放贷给企业，但这套信贷体系缺乏有效监管和风险内控机制。

大部分银行理财产品采用资金池或资产池操作，导致资金的募集和投向存在严重的期限错配、信息不透明等问题，不排除部分理财产品对应的资产池涉及地方融资平台贷款和房地产贷款等。

如果真如多数专家所预计的，银行业未来不良贷款将长期上升甚至出现债务违约事件，银

行理财产品有可能无法兑付预期收益甚至本金出现损失。一旦投资者对银行理财产品丧失信心，恐慌迅速蔓延，则类似银行挤兑的状况将会在短时间内抽干市场的流动性，引发危机。

由于大部分银行理财产品或多或少借助银行和政府的隐性信誉担保。也就是说，出现违约风险后，银行不得不“接盘”，将产品对旧产品还本付息的方式进行承诺兑付。显然，这种“击鼓传花”的做法无法永远持续。

另一方面，投资者要认清银行理财产品存在到期无法兑付的投资者风险。事实上，绝大多数投资者都以为购买银行理财产品相当于存款，银行理财产品必定是“失而不死”。据普益财富统计数据，今年一、二、三季度，银行理财产品单季的发行规模环比增速都在20%以上。据此估算，每季度有超过1万亿元新增资金流入银行理财产品。对投资者而言，与其说更

看重仅比存款利率高1个百分点左右的收益率，毋宁说更看重银行理财产品“背书”的安全性。

中国银行董事长肖钢此前撰文警告称：用作短期投资的理财产品普遍存在期限错配的问题，依靠出售新产品来还本付息，本质上是一个庞氏骗局。

目前商业银行大量使用发行新产品对旧产品还本付息的方式进行承诺兑付。显然，这种“击鼓传花”的做法无法永远持续。

银行理财产品的过快发展导致大量理财产品资金犹如“影子”一般在银行表外循环，对传统金融银行业务与监管模式均提出了新的挑战。监管层人士曾多次在公开场合表示将加强对“影子银行”的监管。银行理财产品的资金池、期限错配、运作信息不透明等问题均亟待解决和规范。包括从业人员培训、道德风险防范、投资者教育等也应及早提上日程。

信用风险警报或引发流动性变局

(上接A01版)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“时账高峰”，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

嘉兴料成国家农村土地承包经营权流转试点

中国证券报记者获悉，浙江省嘉兴平湖市有可能被列为国家农村土地承包经营权流转规范化管理和服务试点地区。试点地区将探索建立农业经营能力审查制度，完善土地流转管理和服务体系，发展多种形式的适度规模经营。

业内人士认为，农村土地承包经营权流转试点将有助于增加农民财产性收入，推动农民真正转变为城镇居民，有利于推动农业现代化目标实现。

目前，嘉兴整村流转的有20个，整组流转的有132个。虽然在总流转面积中所占比重还小，但在推进土地集中流转过程中发挥

（张朝晖）

国家信息中心报告预计明年外贸低位运行

国家信息中心宏观经济形势课题组12日在中国证券报独家发布的报告预计，我国消费需求的增长动力依旧充沛，2013年消费品零售额有望达14.6%。由于国际市场需求收缩态势难以扭转，2013年我国外贸仍将延续低位运行走势。

报告指出，受多种因素的影响，2012年消费品零售额名义增速较前两年有所减缓，但这只是新一轮消费需求扩张中的短期调整。随着经济转型、结构调整取得进展，收入分配改革方案得以落实，社会保障和民生福利继续得到改善，2013年消费需求有望继续保持平稳快速增长态势。初步预计2013年

（卢铮）

■ 感性财经 | Feature

券商年度策略之“策略”

本报记者 蔡宗琦

又是一年“策略季”，你方唱罢我登场。

进入年底，“策略季”开场，这是券商分析师一年中最忙碌的时节。熬夜加班，推掉应酬，错开调研，为的是准点献上年度研究报告，关乎股市涨跌策略预测更是各券商年度研究报告的重头戏。

前几年开策略会的固定套路是推荐“牛大股”，再圈出一个预测的点位区间。每到第二年底，就有媒体给我们算账，看谁预测靠谱，谁不靠谱。”曾在某大型券商做策略研究的一位分析师坦言，近几年行业研究员的压力与日俱增。

面对媒体和客户的质疑，不少券商只好随行就市，迎合市场和客户，这一点在市场突发涨跌时尤为明显。

大盘上周触底反弹，连续多日放量上涨，令近期披露策略的券商“几家欢喜几家愁”。坚持多头策略的某券商兴致颇高，在策略会前密集发布看多报告，再三向客户强调其策略的一贯性。

另一家态度谨慎的券商很挠头，被迫修正观点。某市场人士表示，券商“多翻空”或“空翻多”的情况平时并不少见，但在“策略季”左右摇摆却很不明智。当市场大涨时，就算极度看空，也不能把话说得太绝对，以免断了后路。

券商像这样被市场牵着鼻子走的例子不少。几年前，一家大型券商的策略已确定看多来年市场，研报也已完成，研究所正积极筹备策略会并印发策略报告，结果市场却出现大跌，市场观点分歧加重，分析师只好连夜修改策略观点，加入更多的“悲观”论点以迎合客户口味。另一家中型券商更不凑巧，在策略会当天，分析师看空大盘的演讲尚未结束，大盘就迎来反弹。在晚间的答谢宴上，其首席策略分析师大为抱怨行情“不给面子”。

一些“擅长逻辑”的券商甚至不再直接抛出结论。深圳某私募公司的研究员每年都要搜集几套券商研究报告进行对比。他透露，这样做一方面是为了避免策略会时间撞车而流失参会嘉宾和客户，另一方面是为了及时掌握同行动向。如果中信、申万和中金这几大券商的结论和逻辑比较相似，我们也不会偏离太多。”

在他看来，与主流观点唱反

你知道XX券商策略会哪天开吗？怎么看市场？”进入“策略季”后，北方某中小型券商策略分析师便在聊天工具上四处搜寻大型券商的策略会信息。他透露，这样做一方面是为了避免策略会时间撞车而流失参会嘉宾和客户，另一方面是为了及时掌握同行动向。如果中信、申万和中金这几大券商的结论和逻辑比较相似，我们也不会偏离太多。”

在他看来，与主流观点唱反有什么意义？

发电项目补助标准为5.5元/瓦，独立光伏电站和户用系统的补助标准分别为25元/瓦和18元/瓦，有效地调动了光伏电站投资积极性。为鼓励企业加快技术进步，促进行业整合，将继续提高组件、逆变器等关键设备供应商和产品性能的门槛条件，晶体硅光伏组件全光照面积转换效率提高到15%，非晶硅薄膜组件转换效率提高到8%。（据新华社电）

美国10月贸易赤字环比上升4.9%

美国商务部11日公布的报告显示，美国10月贸易赤字较前一个月增加4.9%，达422亿美元。9月贸易赤字从此前的416亿美元修正为403亿美元。美国10月贸易赤字扩大主要是由于出口大幅下降。当月出口额下降3.6%至1805亿美元，创2009年1月以来最大跌幅，其中商品出口额降至2011年11月以来最低水平。10月进口额下降2.1%至2228亿美元，创一年半以来最低水平。（杨博）