

国际金融形势与 金融格局新变化

孙立坚

复旦大学经济学院

2013.5

讲座内容

- 错综复杂的全球金融环境
- 流动性泛滥与中国金融崛起的紧迫性
- 大国金融发展战略与人民币国际化

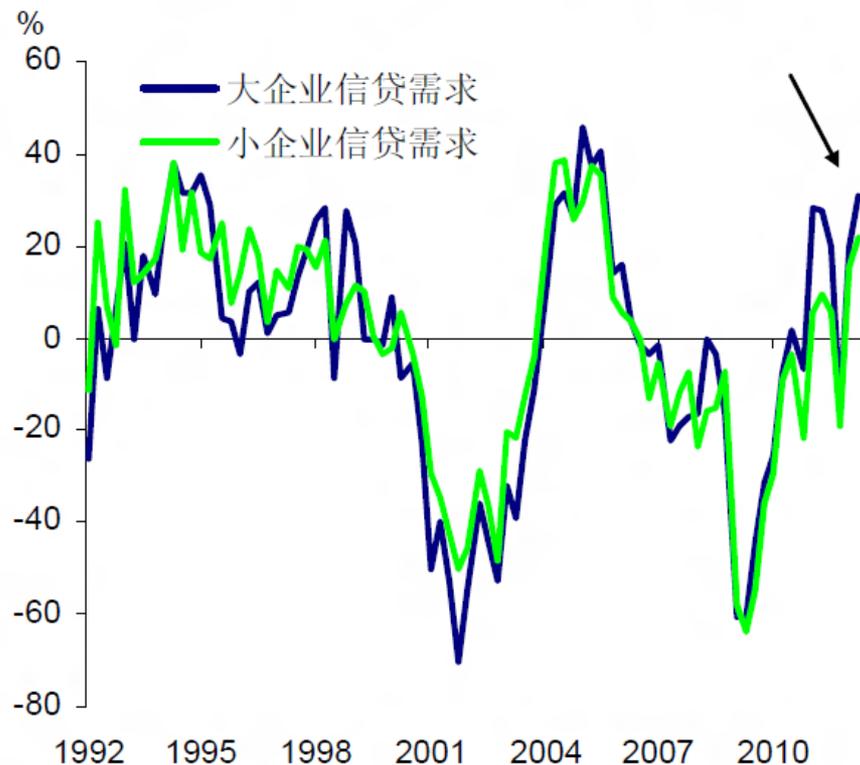
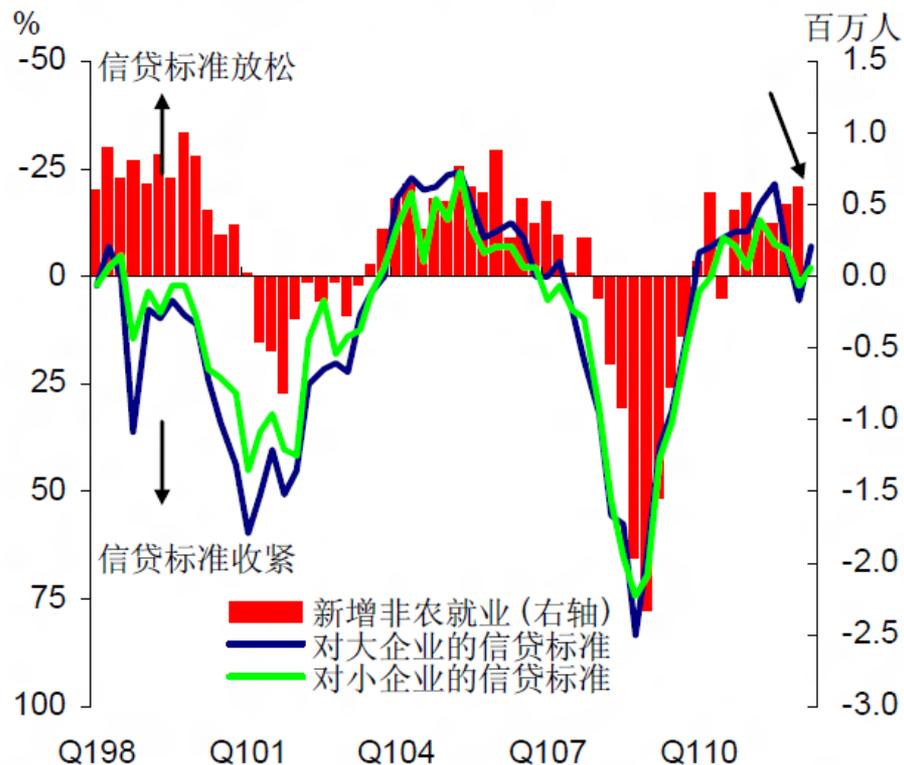
1. 当前国际金融形势

- 美日抵制“通缩”还是发动“货币战争”？
- 塞浦路斯银行危机会成为“黑天鹅事件”吗？
- 中俄经贸关系和美日TPP同盟意味着什么？
- 西方为什么今天要“唱空”中国经济？

美国信贷市场回暖迹象

银行信贷正变得宽松、推动就业市场改善

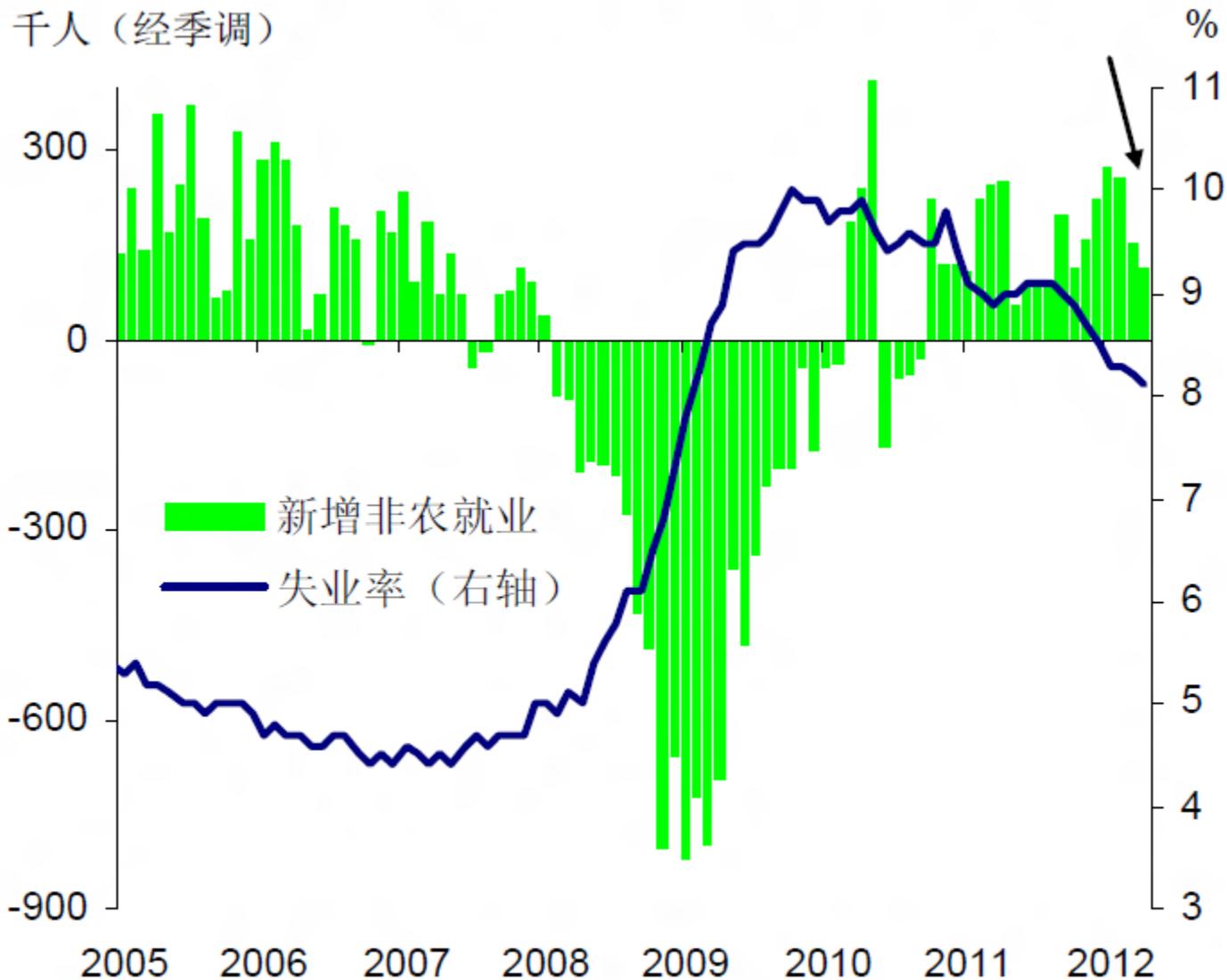
企业信贷需求也在复苏



数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

美国就业状况复苏缓慢



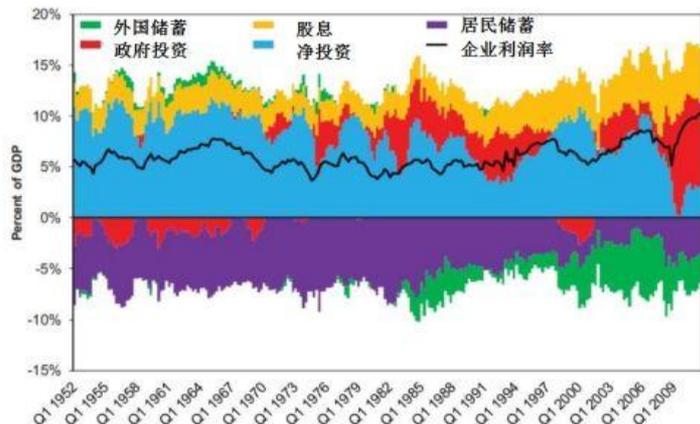
数据来源：CEIC，瑞银证券估算

美国问题让中国“扛”



美国纽约波士顿,一位“占领华尔街”示威活动参与者对美国就业状况表达不满。

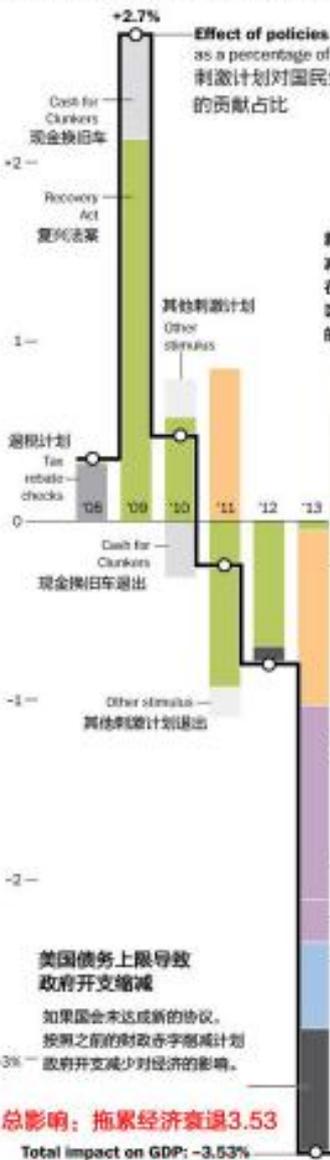
贫富差距不是人民币升值能解决的问题!



财政悬崖对美国经济的影响

数据来源：华盛顿邮报 新浪财经网编译

财政悬崖如果全面爆发，将可能导致美国经济再度衰退。经济刺激计划推出时会刺激经济增长，而失效则将拖累经济。



新油财经注：
减税计划对经济和税收的影响在本图中可借助不同颜色加以区分。读者可以看出不同政策的总量和对相应人群的影响。

复兴法案退出
美国复兴法案主要是向企业和实体注入现金以期增加就业，并推动经济增长。该计划成功的降低了美国失业率。

税收减免到期
工资税优惠和部分失业保险补贴计划即将到期。这将使得美国政府财政赤字问题缓解，但同时美国民众负担增加。对中等收入阶层影响最大。

Bush-era tax cuts expire:
小布什政府减税计划到期
911事件之后，小布什政府为了刺激美国经济增长，推出了为期10年的财政减税计划。此计划到期后将增加所有人的税率。
— 收入低于25万美金的美国人缴纳的税。
— 高于25万美金的美国人缴纳的税。

Tax extenders expire:
税收延期政策到期
2012年底到期的其他税收优惠政策给经济带来的负面影响

总影响：拖累经济衰退3.53%

Total impact on GDP: -3.53%

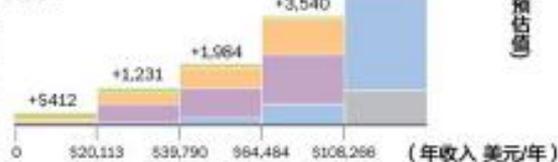
FOR YOUR POCKETBOOK

Most Americans would face higher taxes in 2013 if Congress lets scheduled tax changes take effect, but the impact would vary significantly by income.

Average increase in taxes owed by income quintile

对美国民众的影响

如果税收政策不发生改变，2013年每个纳税人的税负几乎都会加重。总体来看，全民平均增税约为总收入的五分之一。但对美国民众消费影响很大，一些人担心如果花费太多，明年有可能就不够钱交税了。



美国“财政悬崖”

由美国联邦储备局主席伯南克提出，意指2012年末，美国政府减税优惠措施到期，同时美国国会也将启动减赤字机制，将会造成政府财政支出猛然紧缩，2013年美国财政赤字将会如悬崖般陡然直线下降

“坠崖”后果？

- 美国国会预算局预测，如果跌落“财政悬崖”，美国经济将于2013年上半年陷入衰退，失业率将升至9.1%。
- 对普通民众而言，减税措施取消影响较大

“悬崖”为何“悬”？

民主党和共和党都在计算自己每退一步的政治成本，不愿放弃固有立场。两党虽已多次磋商，但始终未达成共识

减税方面

● 民主党
认定应该继续对中产阶级及以下低收入人群减税，对富人增税

● 共和党
希望继续全面减税政策，倾向于通过填补税收漏洞和限定税收减免额度来增加税收

开支削减方面

● 民主党
重视社会福利

● 共和党
希望保证国防开支

两党候选人的财政政策政纲

	罗姆尼	奥巴马
总体目标	削减赤字	削减赤字
福利政策	大幅削减福利支出,推翻奥巴马医改	维持原有福利政策,增加教育支出
税收	继续减税, 减税是全面的, 部分收入群体	增加富人税收,其余税率不变
军费	目标从目前 GDP 的 3.4%增加至 4%	继续削减军费开支
基础设施建设	大幅削减	继续增加

资料来源：长江证券研究部

美联储究竟想做什么？

美联储出台的三轮量化宽松政策



美联储宣布扩大量化宽松规模以提振经济

美国联邦储备委员会宣布：

在卖出短期国债、买入中长期国债的“扭转操作”年底到期后

每月继续购买400亿美元抵押贷款支持证券

每月额外购买约450亿美元长期国债

继续把到期的机构债券和机构抵押贷款支持证券的本金进行再投资

北京时间：12月13日

在失业率高于6.5%、未来1年至2年通胀水平预计高出2%的长期目标不超过0.5个百分点的情况下，将继续把联邦基金利率保持在零至0.25%的超低区间

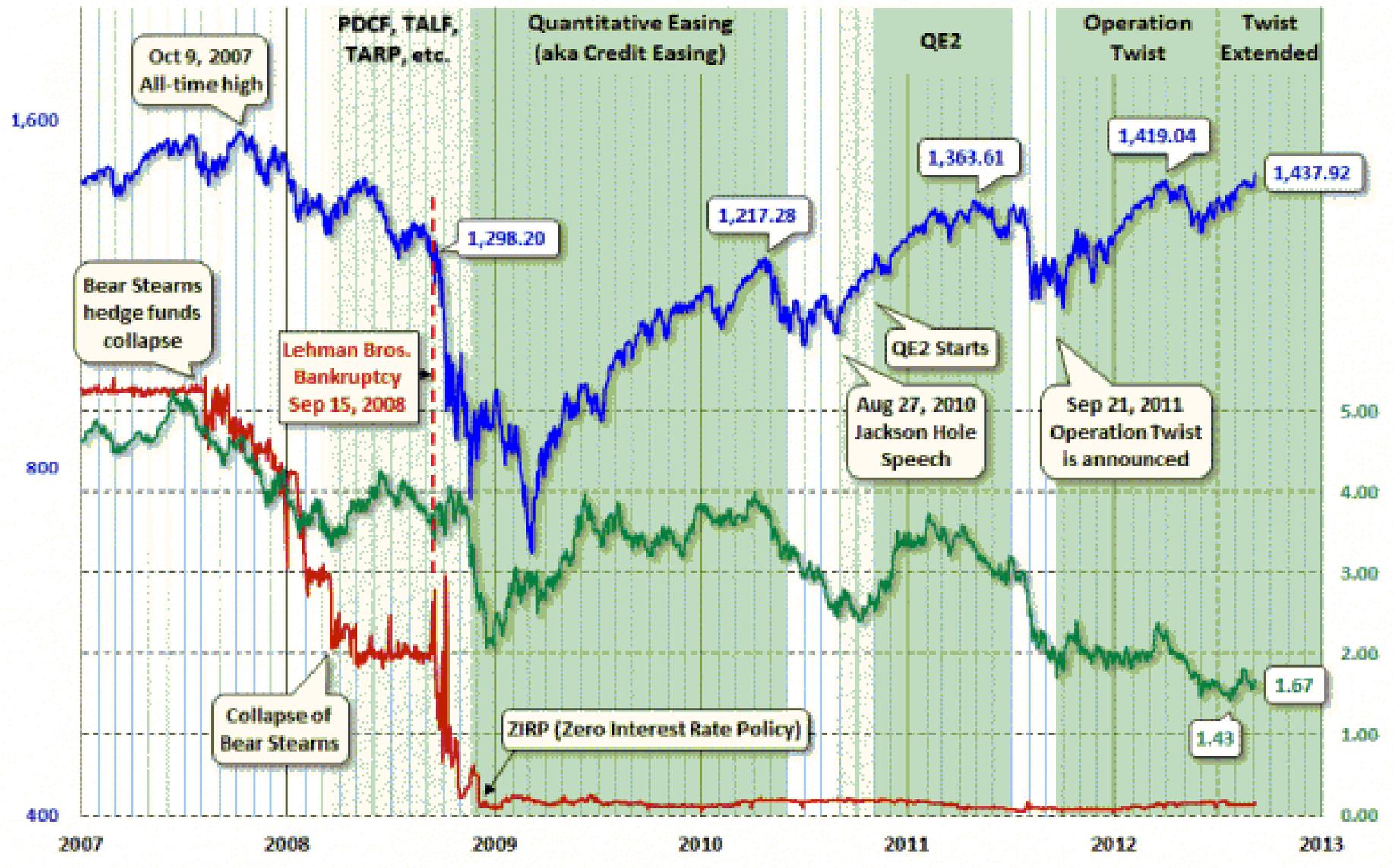


The S&P 500 and Federal Reserve Intervention

The S&P 500, 10-Year Treasury Yields, and the Fed Funds Rate

dshort.com
Data through
9/7/2012

Log scale





“美元是我们的货币，
却是你们的麻烦”

——美国原财长康纳利



美国新一轮量化宽松货币政策影响示意图

美国的「量化宽松」货币政策

美联储投放美元购买美国国债

降低信贷成本，刺激经济增长

实体经济融资意愿不强，美元
流入金融机构和海外

美元贬值，债权国资产缩水

造成其他国家汇率波动

催生国际市场新的资产泡沫

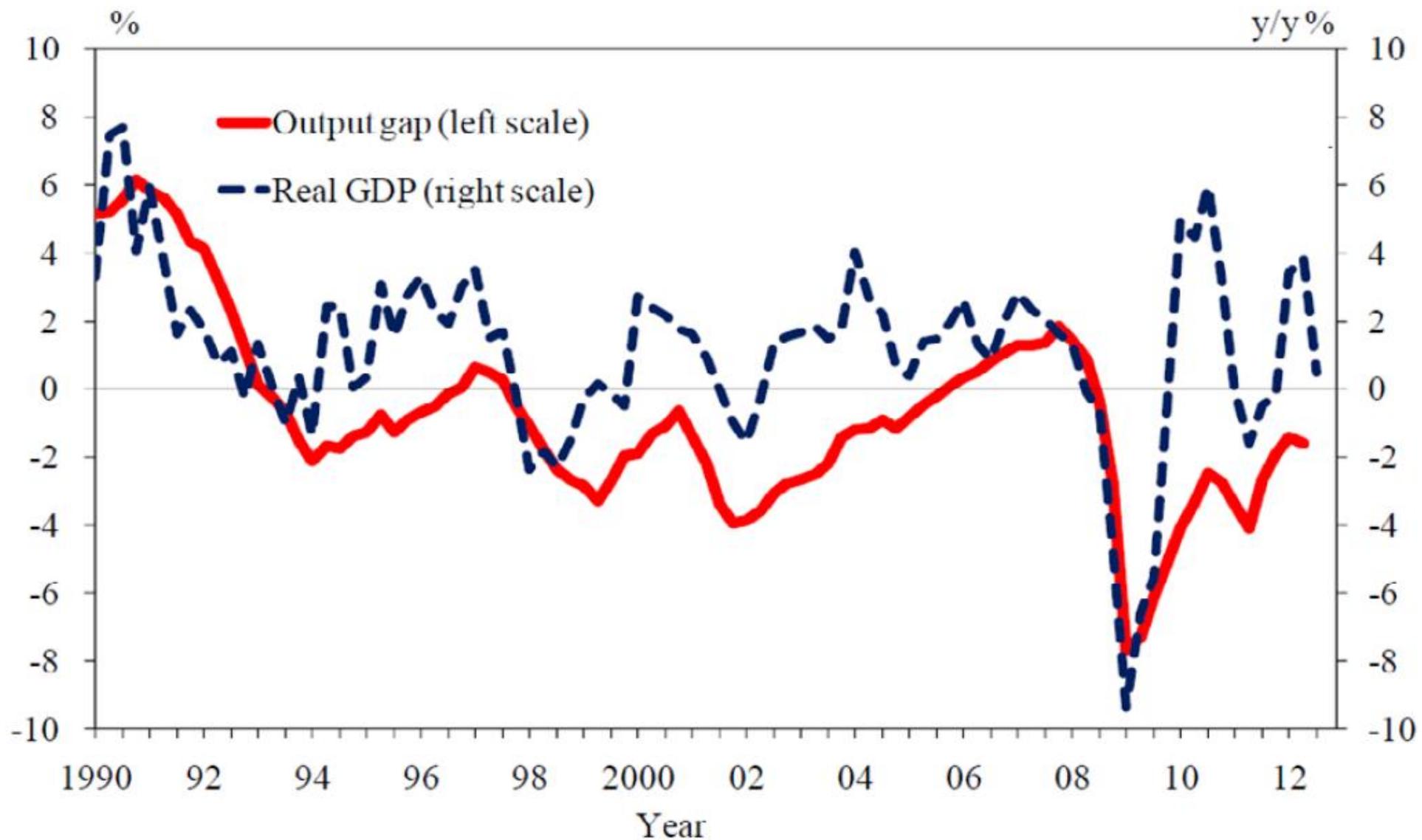
可能导致的影晌

债权国资产损失
新兴国家贸易受损
全球汇率失衡
全球通货膨胀
全球金融泡沫
全球经济复苏雪上加霜



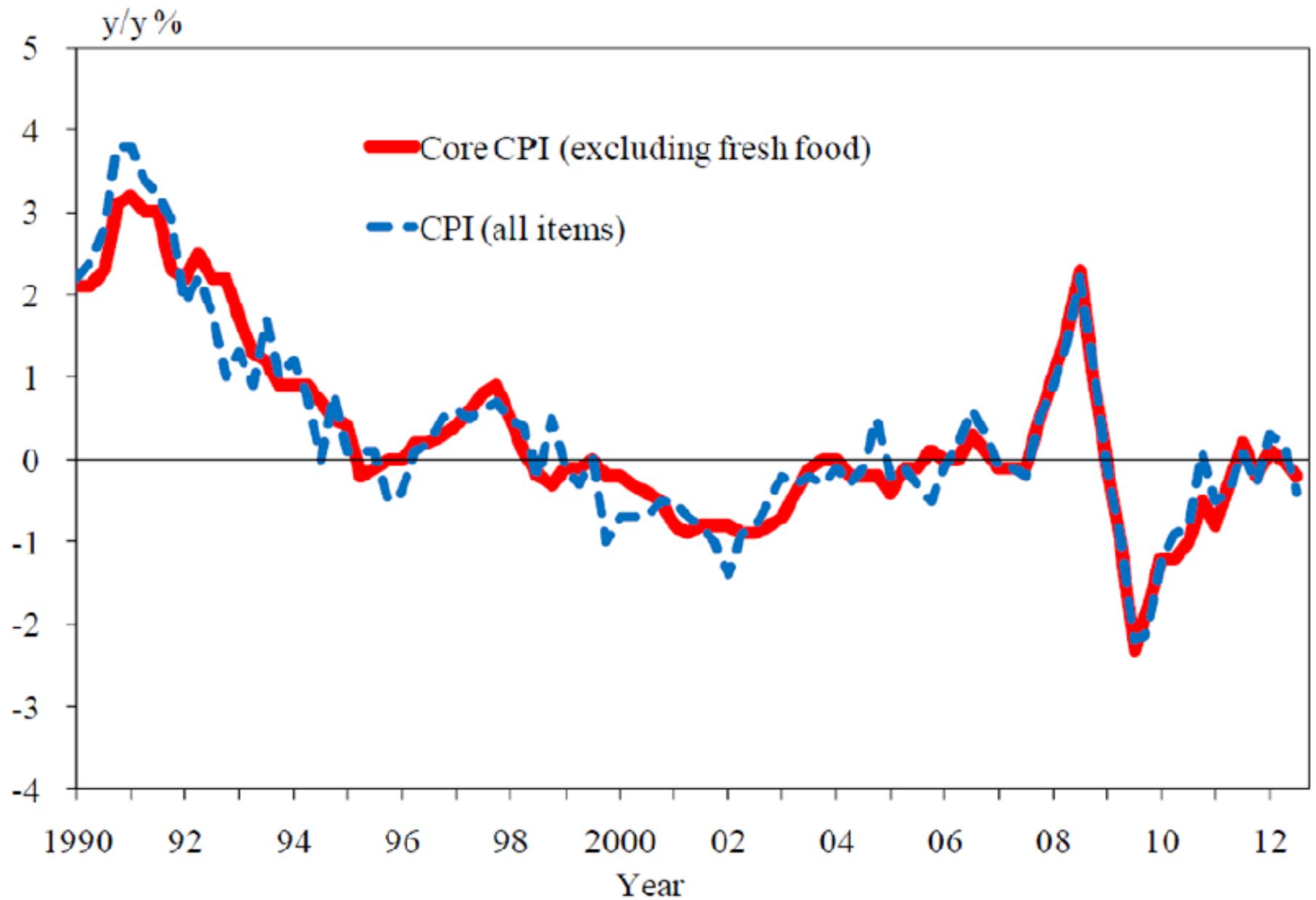
高山 周大庆 编制 新华社发

Real GDP Growth Rate and Output Gap

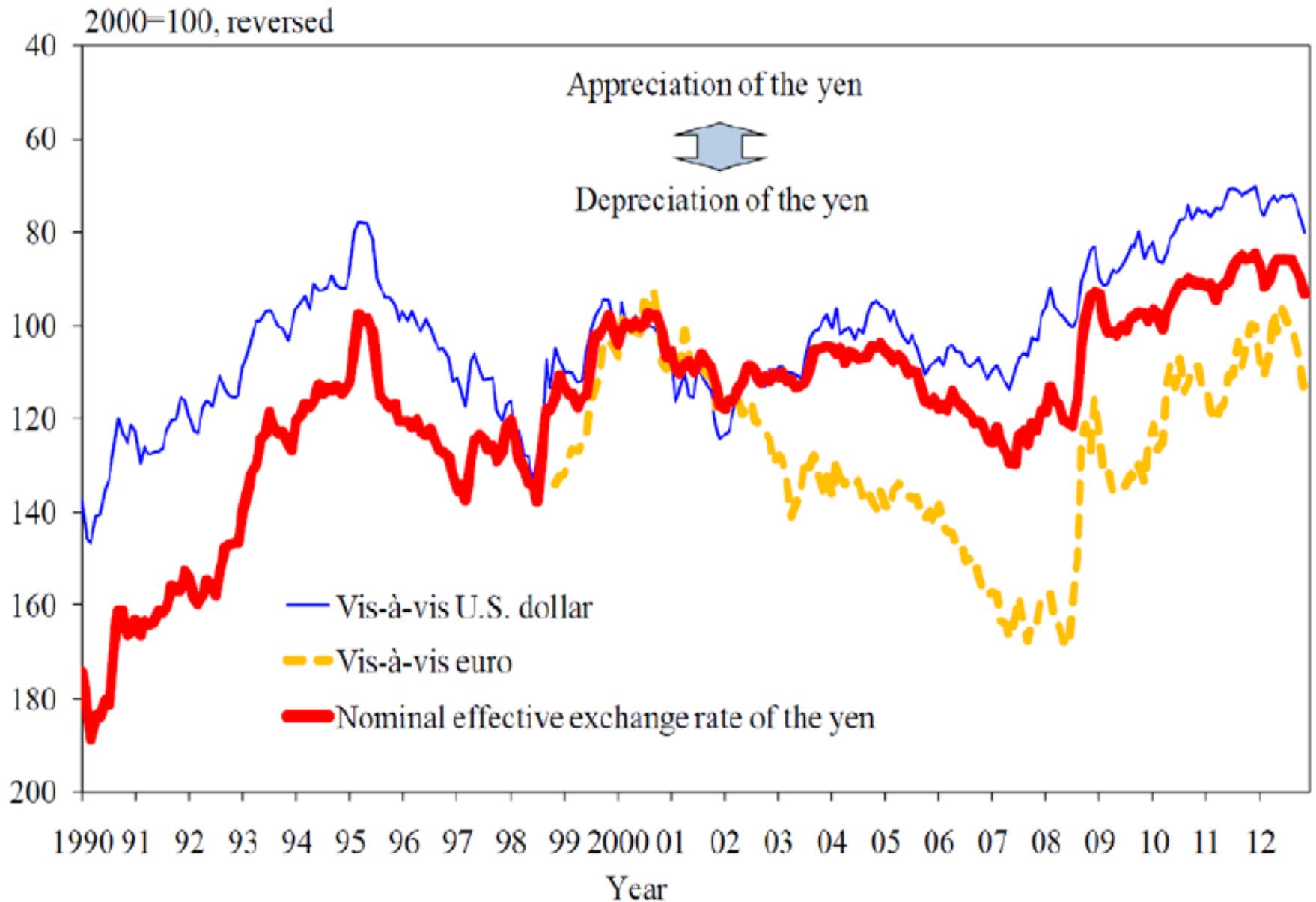


Sources: Cabinet Office; Bank of Japan.

Price Developments



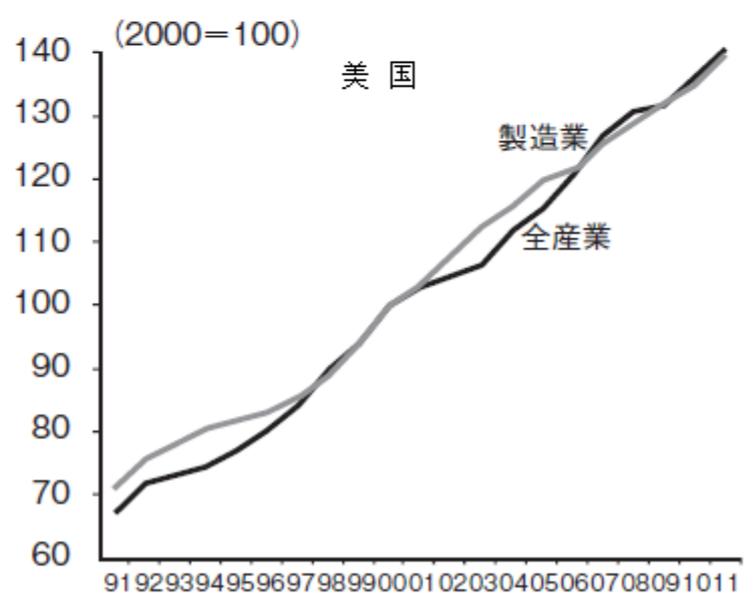
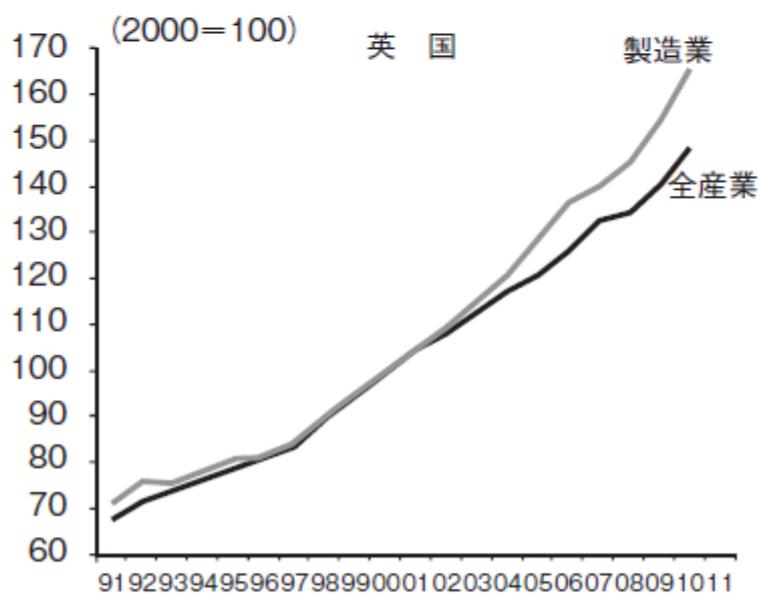
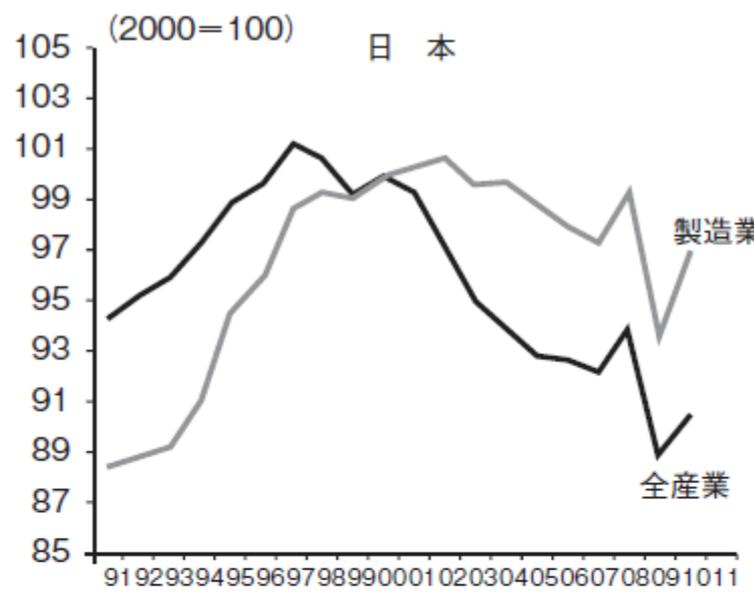
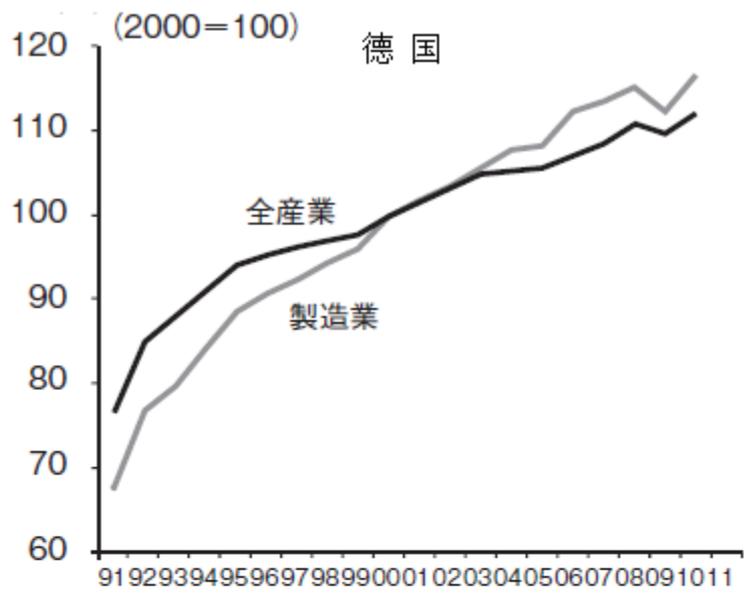
Japanese Yen Exchange Rates

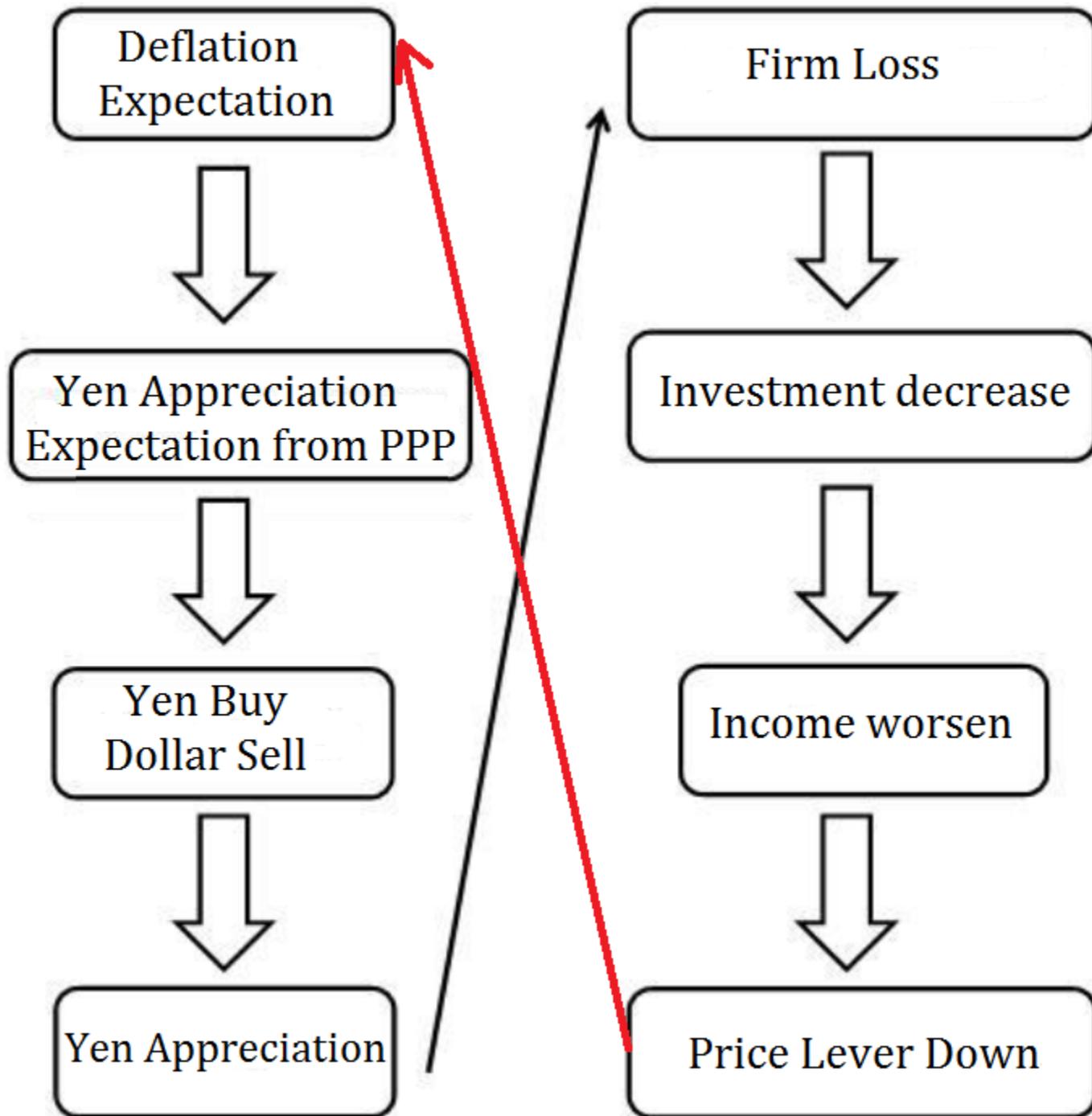


日本社会购买力的恶化

发达国家工资指数变化比较

资料来源：OECD（二零一三）

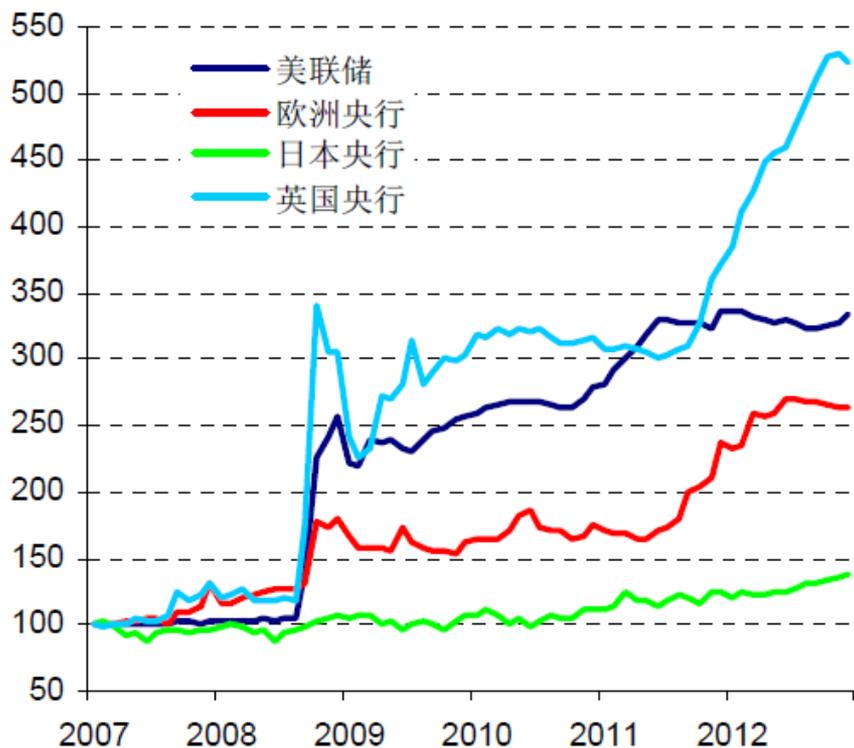




日本东施效颦的“依据”？

金融危机以来日本央行的扩张步伐显著落后于美英 (i)

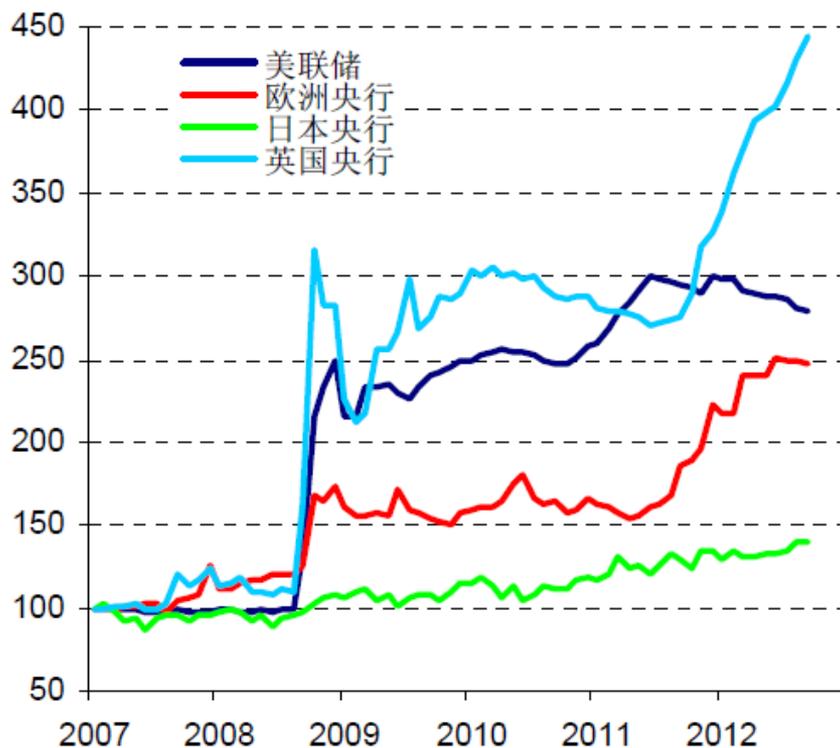
央行资产规模绝对水平 (2007年1月=100)



数据来源: CEIC, Haver, 瑞银证券估算

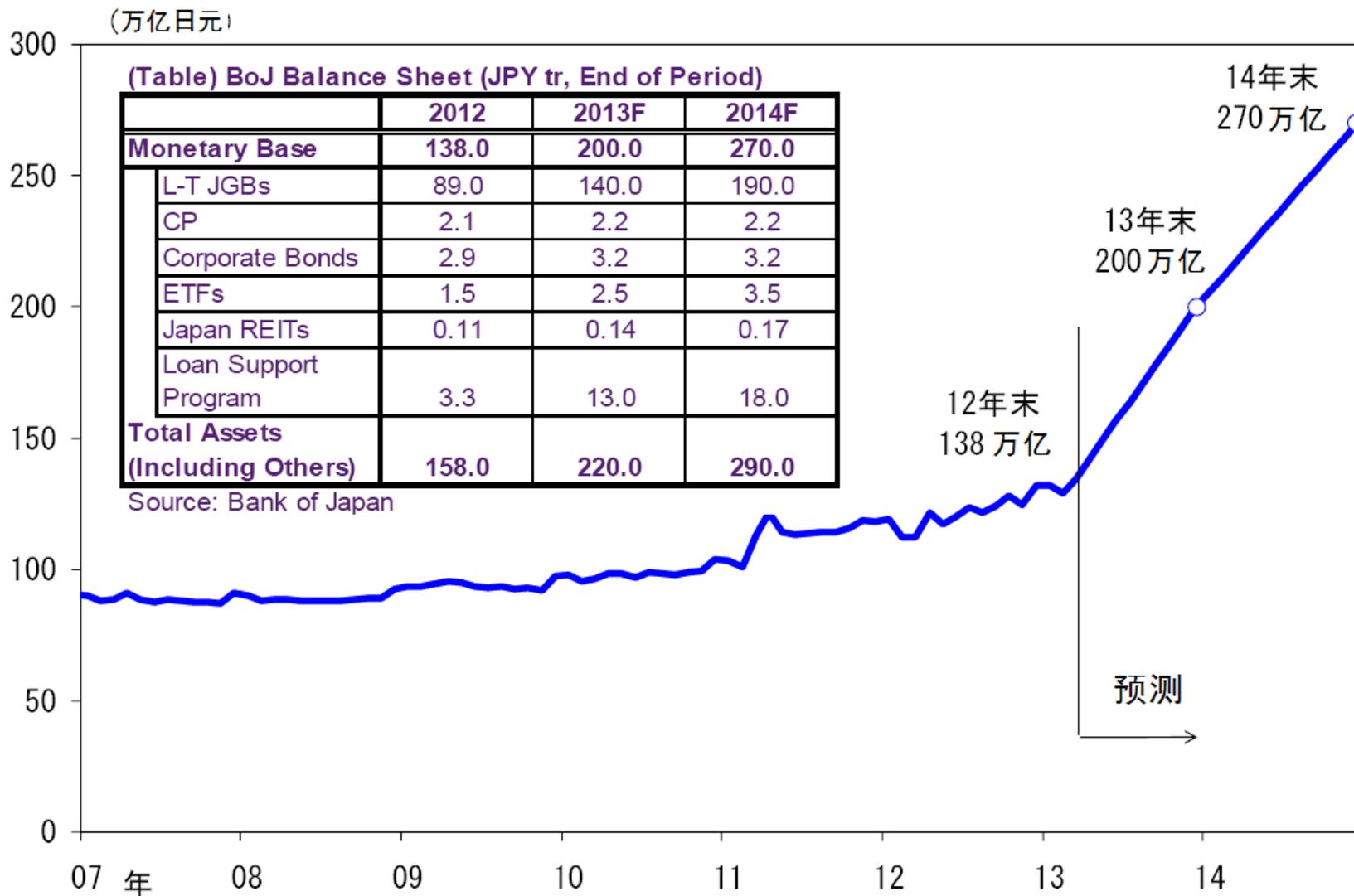
金融危机以来日本央行的扩张步伐显著落后于美英 (ii)

央行资产规模占GDP比重 (2007年1月=100)



数据来源: CEIC, Haver, 瑞银证券估算

日本量化宽松的货币政策



黑田新班子的“逻辑”

安倍内阁的“紧急刺激方案”（万亿日元）

	政府支出	总投资
总规模	10.3	20.2
重建及灾害预防	3.8	5.5
促增长、增加财富	3.1	12.3
安全保障及复兴	3.1	2.1
其他	0.3	0.3

数据来源：日本内阁办公室

日本央行通胀3%目标设定(误差1%，期间1年半至2年)

通过购买长期国债增加基础货币投放

预期通胀率上升

日美预期通胀率之差的负值缩小 → 日元贬值，实际有效汇率值上升 → 生产扩大
= 日美预期实际利率之差缩小

预期实际利率下降 → 生产扩大，消费投资扩大

股价大幅上升

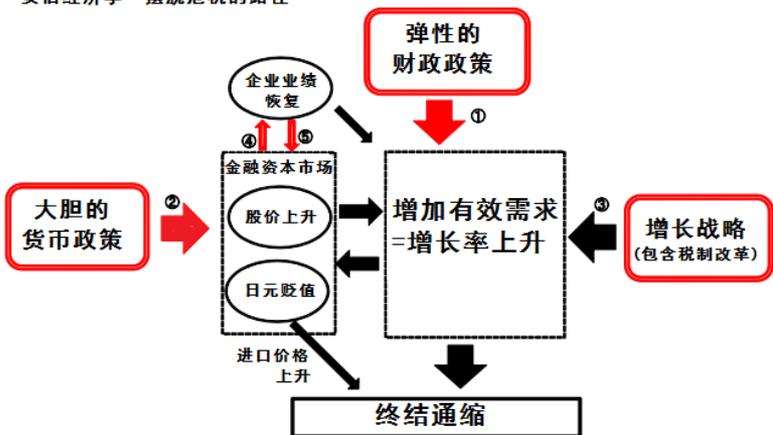
出口增加，进口竞争产业的需求增加

总需求持续增加

告别通缩 → 名义GDP增加 → 税收增加 → 财政状况好转

“增长期待”形成

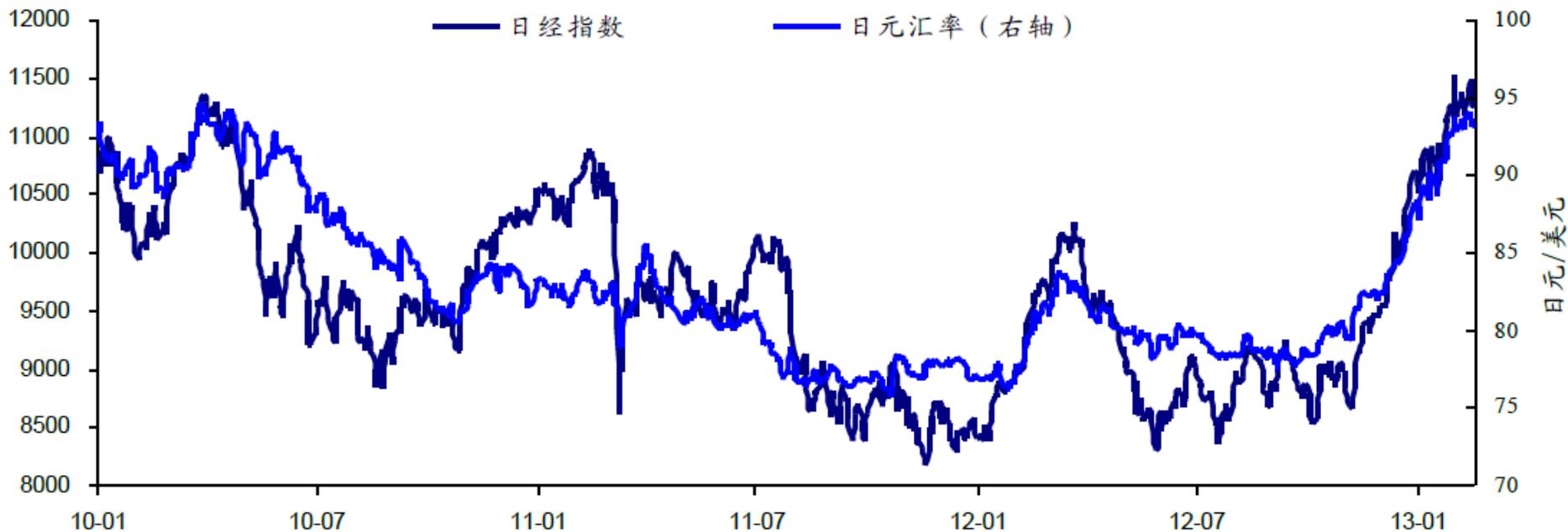
“安倍经济学”摆脱危机的路径



表示安倍经济学的三要素

市场欢呼雀跃的理由

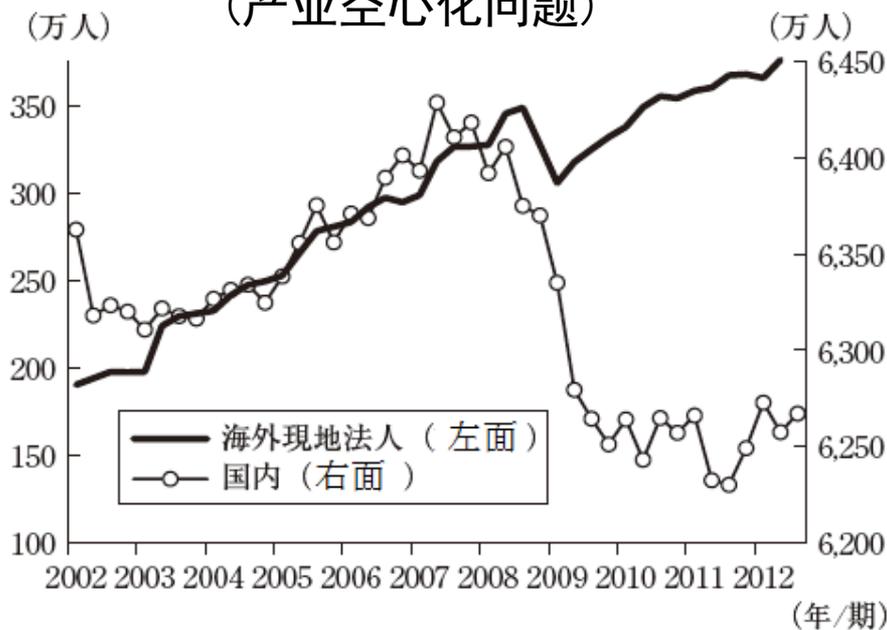
日元汇率走弱推高日本股市创新高



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

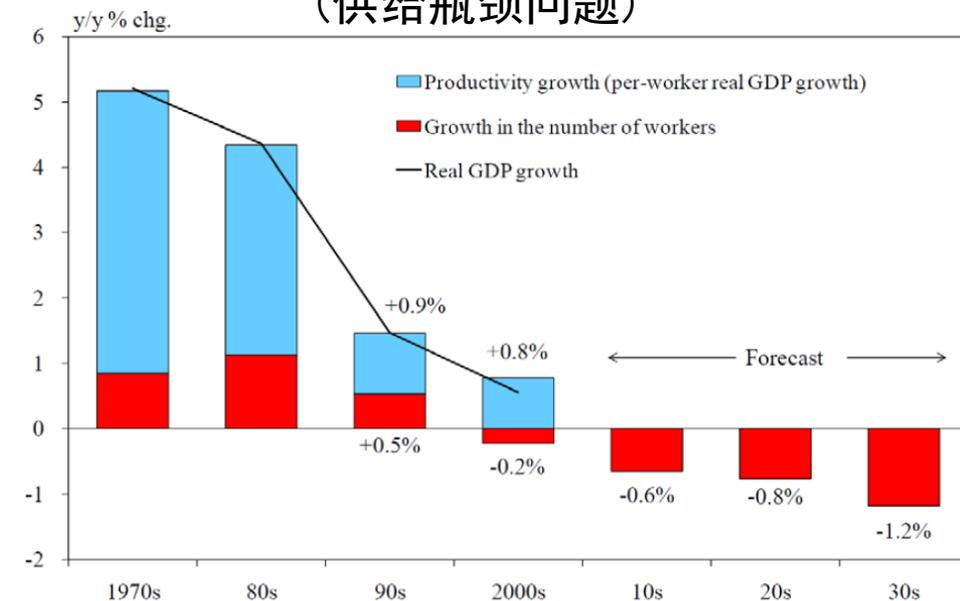
货币投放能“创造性破坏”吗？

日本内外就业人数变化 (产业空心化问题)



(資料) 総務省、経済産業省

日本经济增长的动力来源 (供给瓶颈问题)

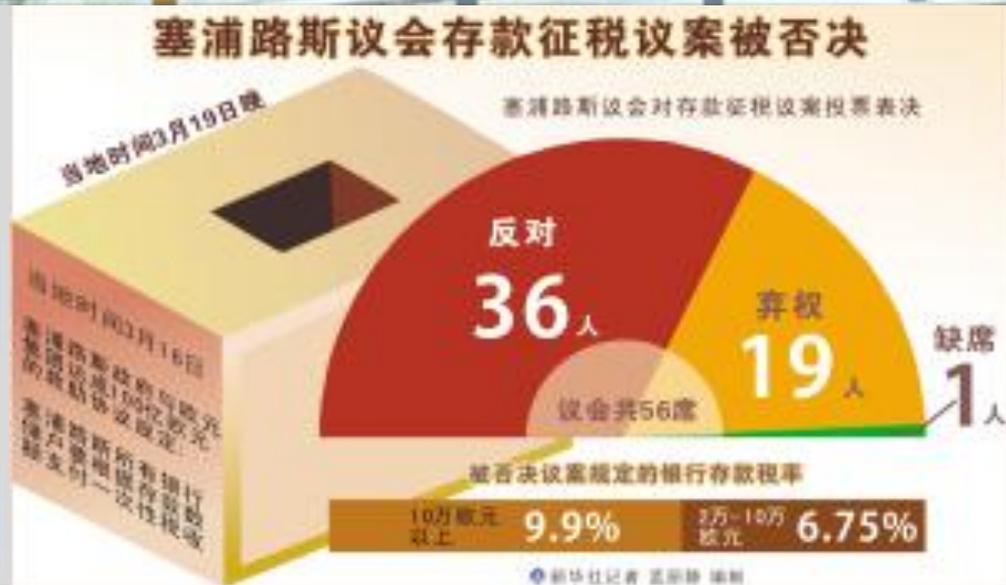
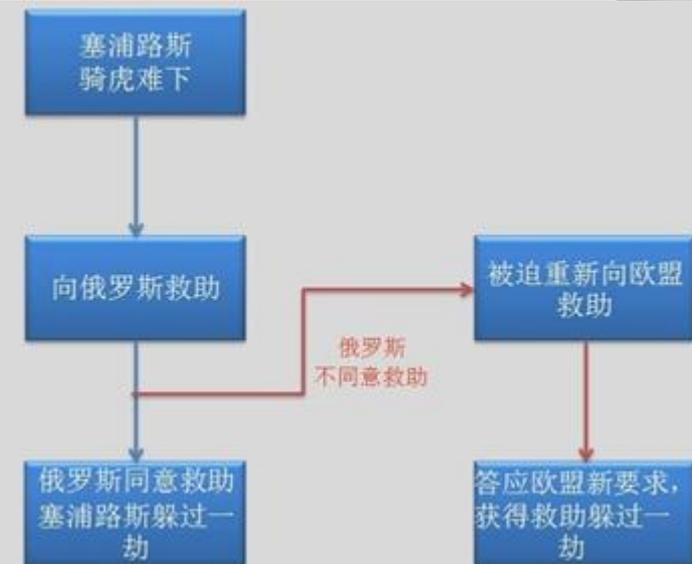


Note: The growth rate in the number of workers from 2011 onward is calculated using the projected future population (medium variant) and labor force participation rates (assuming that the labor force participation rates in each age/sex group remain the same as in 2010).

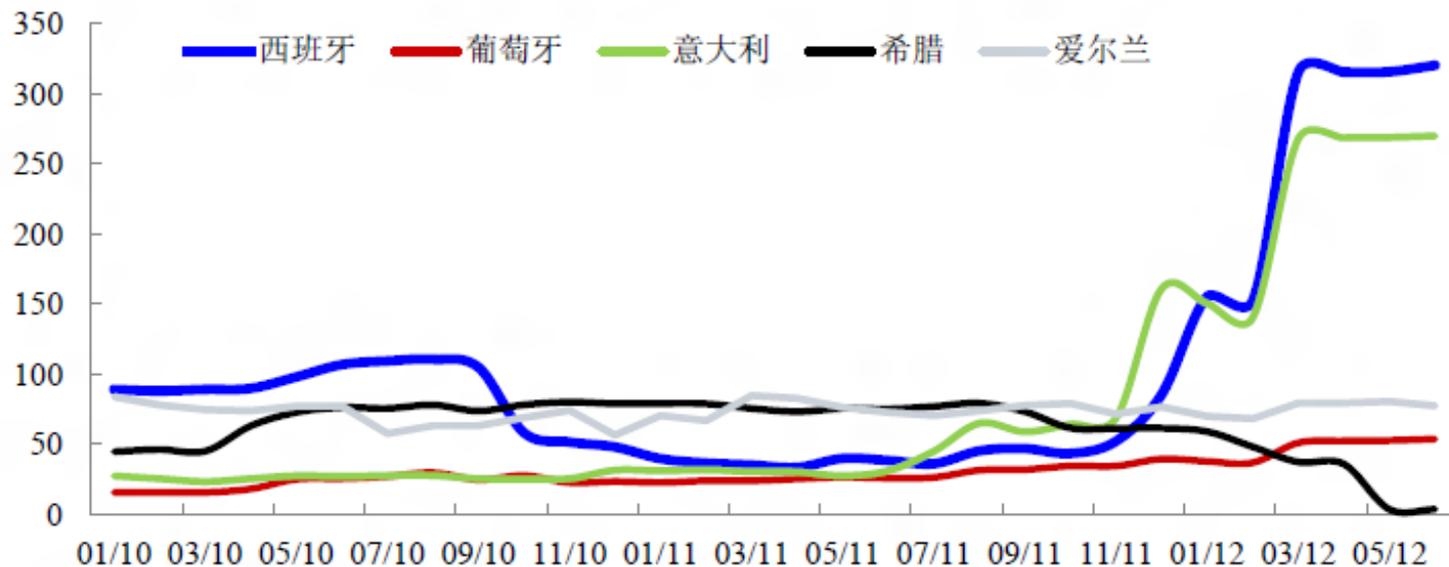
Sources: Cabinet Office; Ministry of Internal Affairs and Communications; National Institute of Population and Social Security Research

Rescuing Partners

Size of euro-zone bailouts



不同国家银行对欧央行 LTRO 的月度申请量



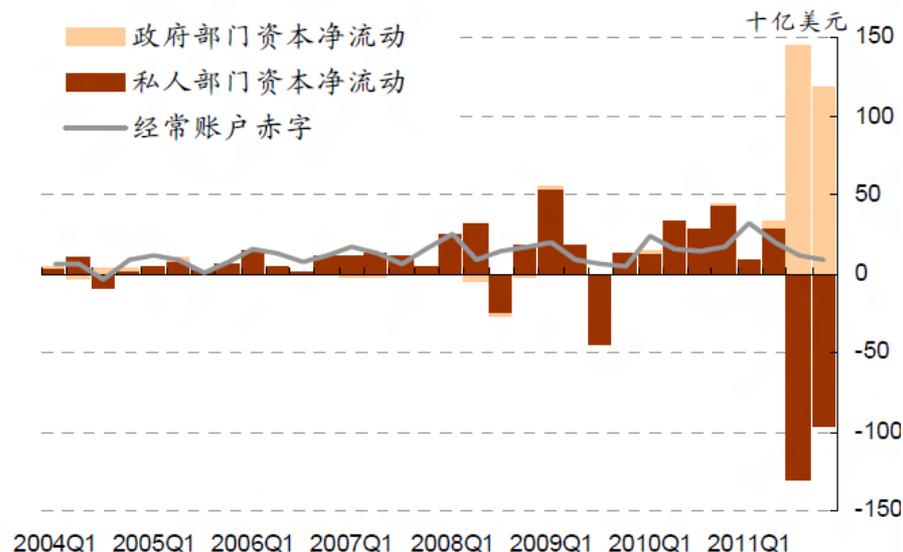
数据来源: Bloomberg, 莫尼塔公司

西班牙收支平衡 (至 2011 年底)



资料来源: IMF IFS, 中金公司研究部

意大利收支平衡 (至 2011 年底)



资料来源: IMF IFS, 中金公司研究部

习近平主席将对俄罗斯、坦桑尼亚、南非、刚果共和国进行国事访问 并出席金砖国家领导人第五次会晤



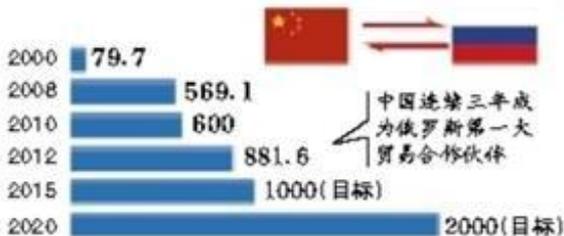
习近平
中国国家主席

国事访问时间：3月22日至30日



中俄双边贸易额

(单位:亿美元)



中国连续三年成为俄罗斯第一大贸易合作伙伴

330万人次



2012年,俄中交流达到330万人次,其中中国赴俄游客数量达到34.3万人次,同比增长47%;目前,俄罗斯全境共有2万多名中国留学生;中国在俄罗斯开办了17所孔子学院。

中国对俄累计非金融类直接投资



150亿美元



截至2011年底,中国对非洲直接投资存量近150亿美元,在非洲投资企业超过2000家。

中非贸易额

(单位:亿美元)



数据来源:商务部、国家统计局、外交部等网站
新京报制图/韩宇



全名泛太平洋战略经济伙伴关系协议,由亚太经合组织成员国发起,从2002年开始酝酿的一组多边关系的自由贸易协定,原名“亚太自由贸易区”,旨在促进亚太地区的贸易自由化

“随着成员经济体的不断增加,TPP将形成约八亿人口的市场和占全球经济的四成,规模比有27个成员国的欧盟还要大

2005年5月28日

文莱、智利、新西兰、新加坡四国协议发起泛太平洋伙伴关系

2008年2月

美国宣布加入,并于当年3月、6月和9月就金融服务和投资举行3轮谈判

2009年11月

美国正式提出扩大跨太平洋伙伴关系计划,澳大利亚和秘鲁同意加入

2010年

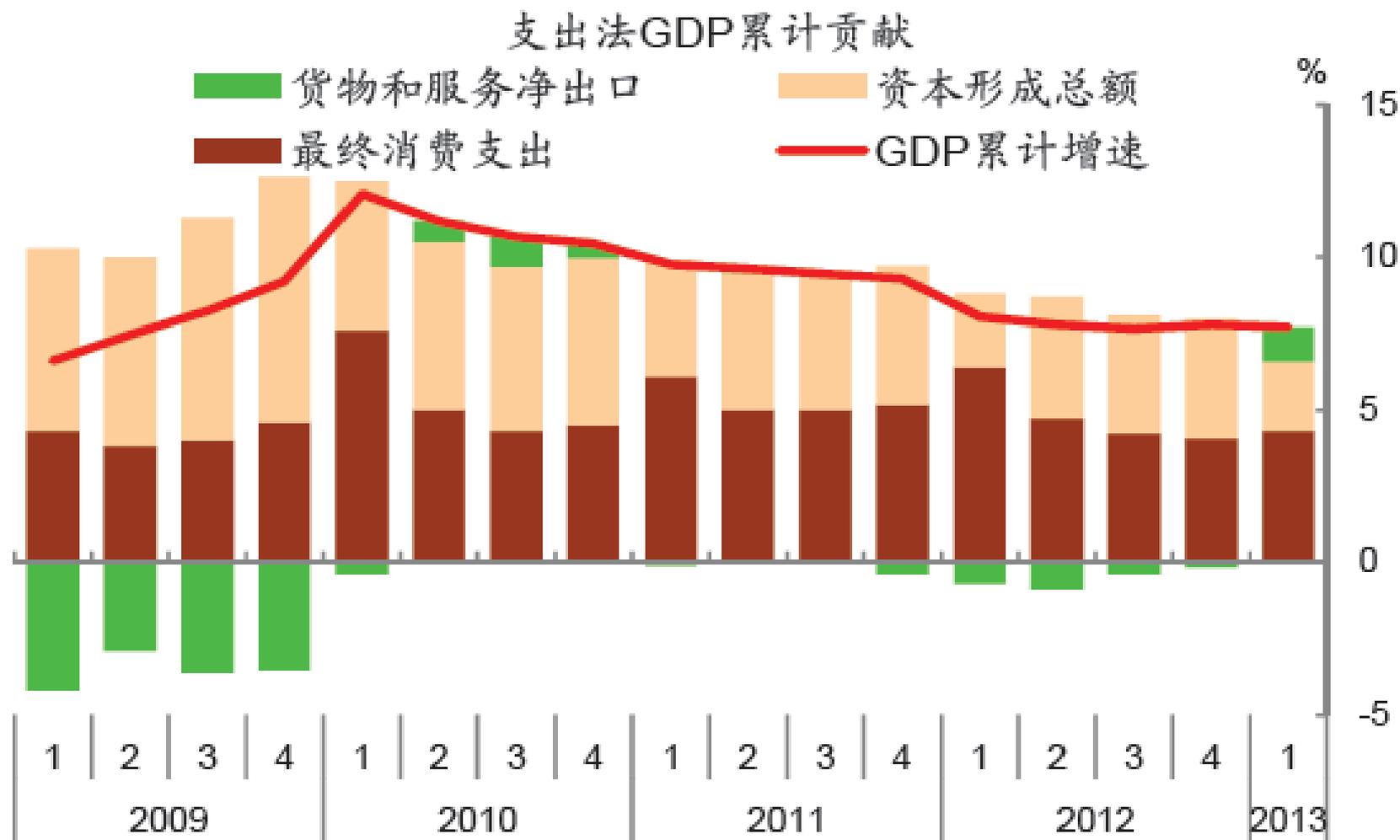
马来西亚和越南也成为TPP谈判成员

2011年11月10日

日本宣布参与TPP多边谈判



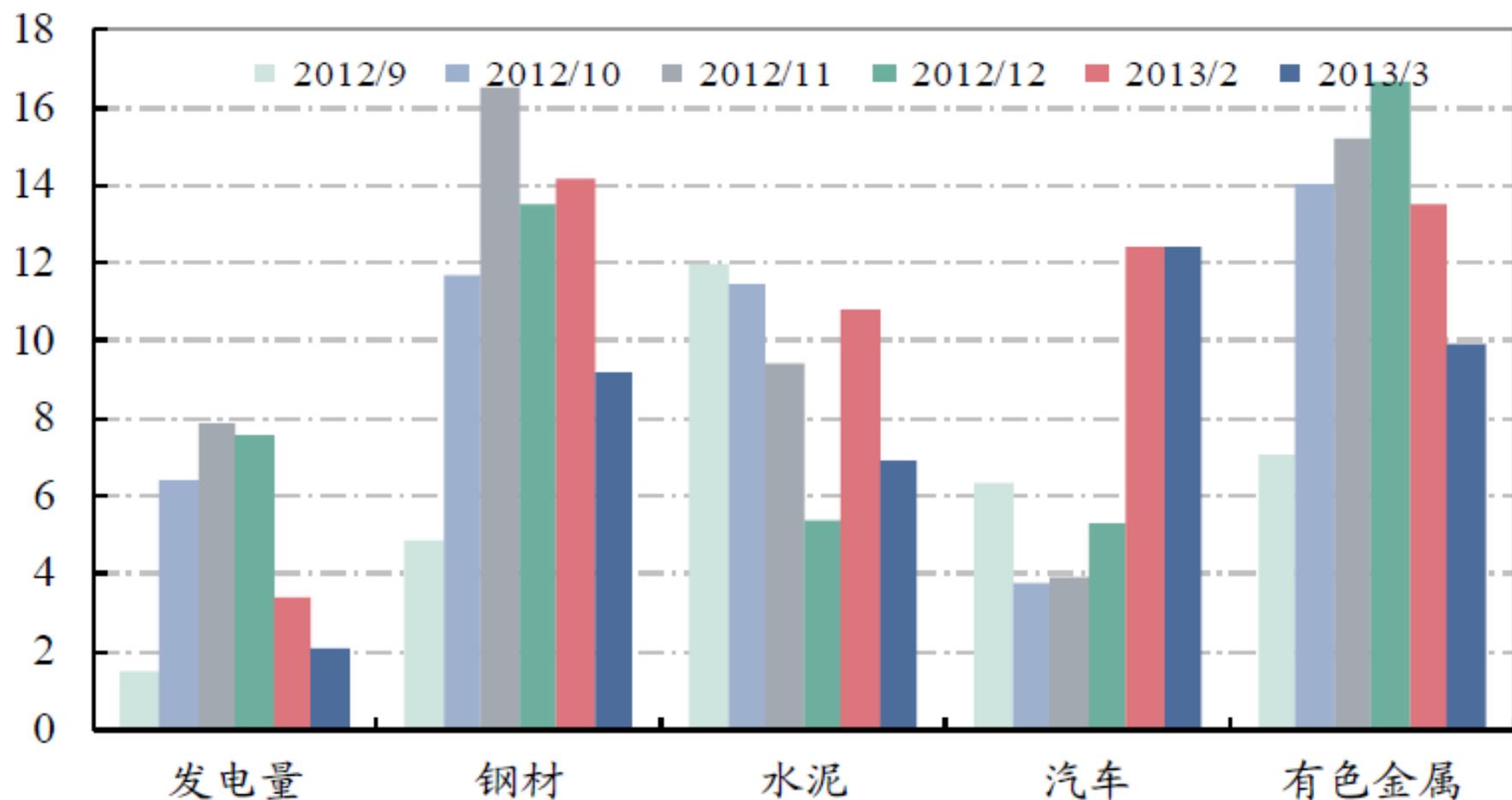
支出法 GDP 贡献



资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部。

主要工业品产量同比增速

单位: %

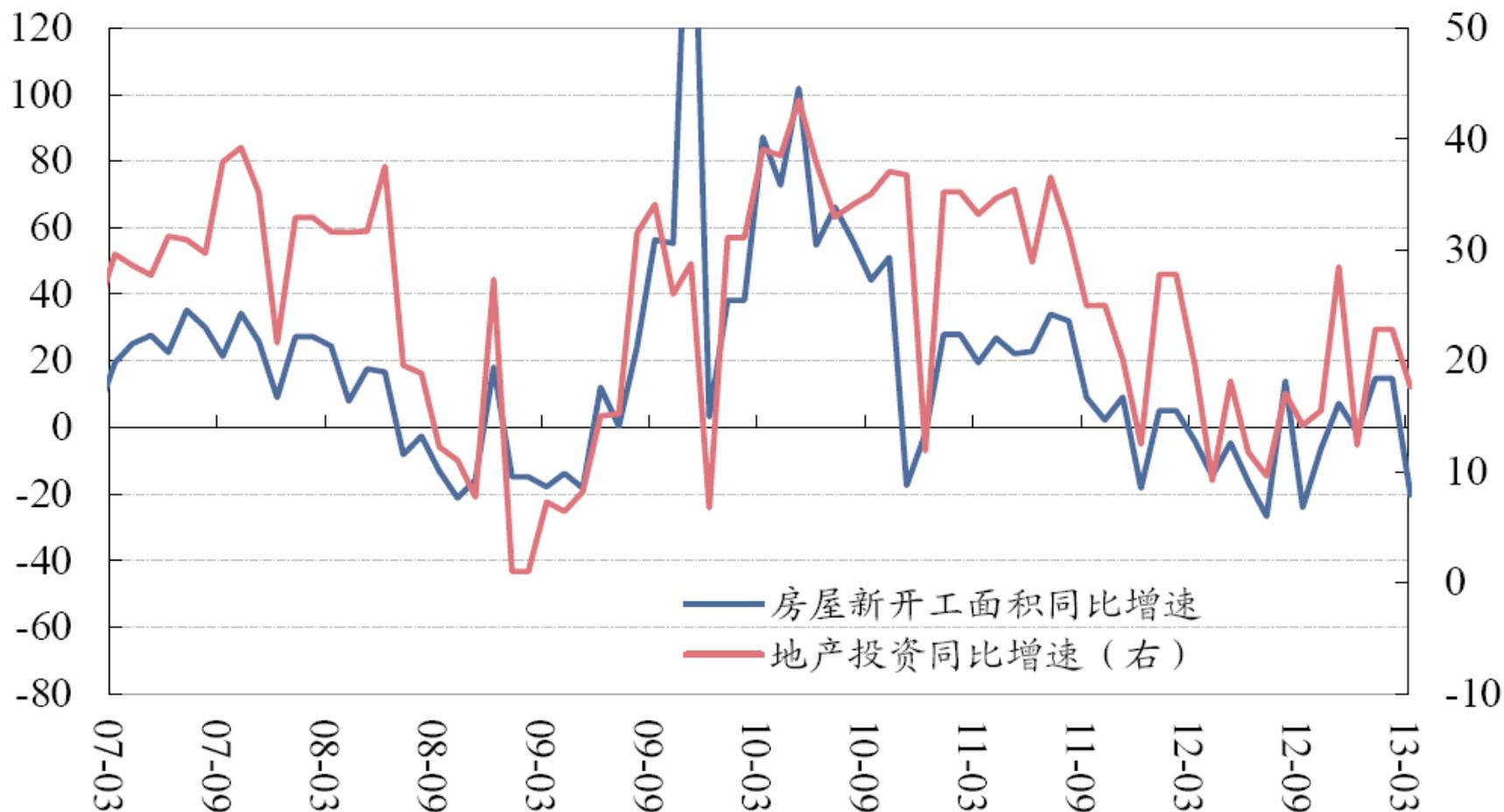


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

房地产市场降温趋势

土地购置面积、房屋新开工面积同比增速

单位：%

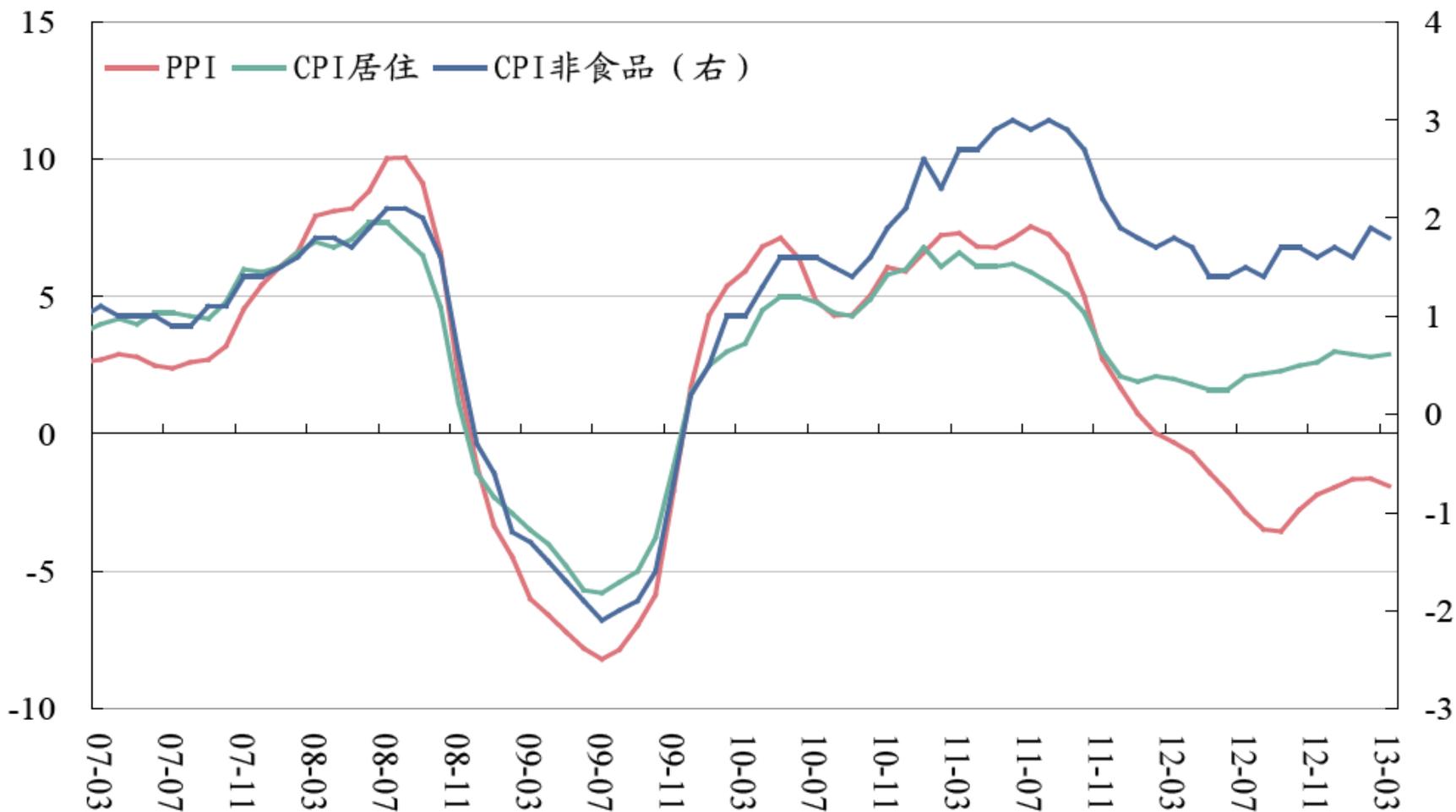


数据来源：国泰君安证券研究所，统计局

物价水平依然低迷

PPI、CPI 居住、CPI 非食品

单位：%

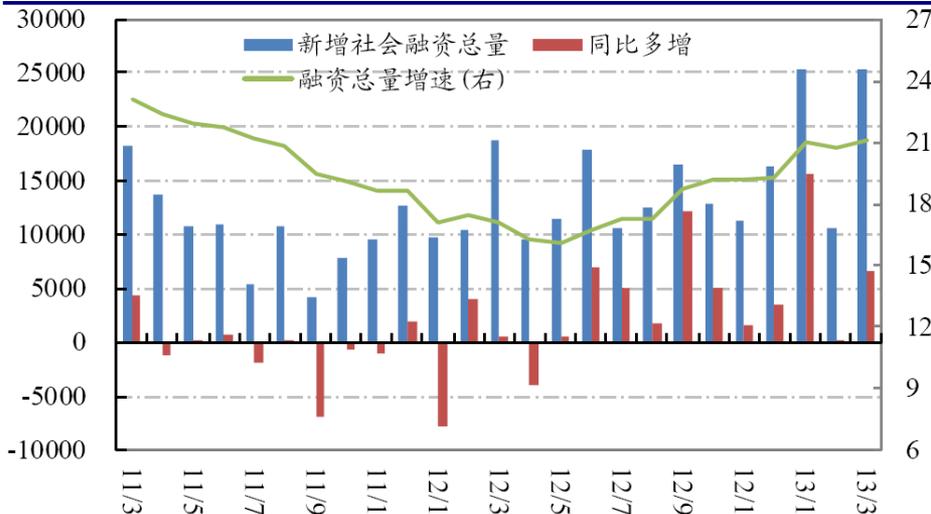


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

表外业务中货币增速迅猛

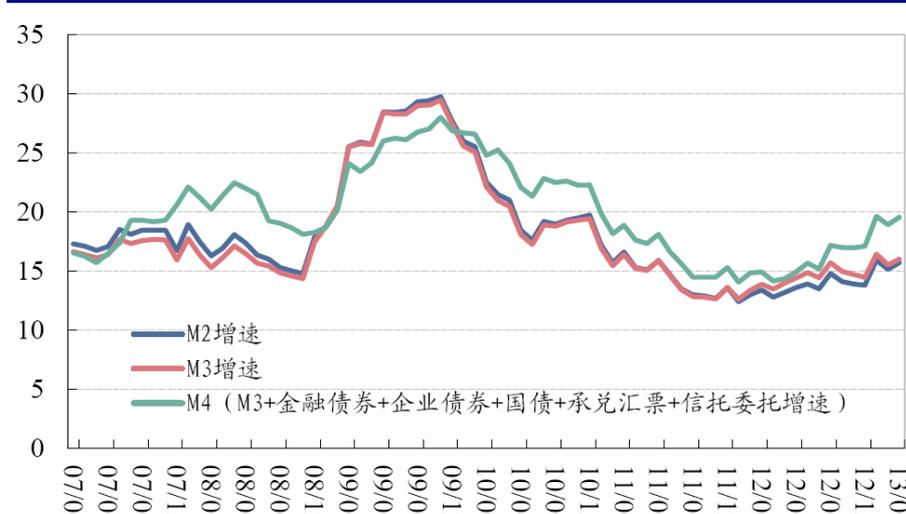
社会融资总量、同比多增额、余额增速

左轴: 万亿 右轴: %

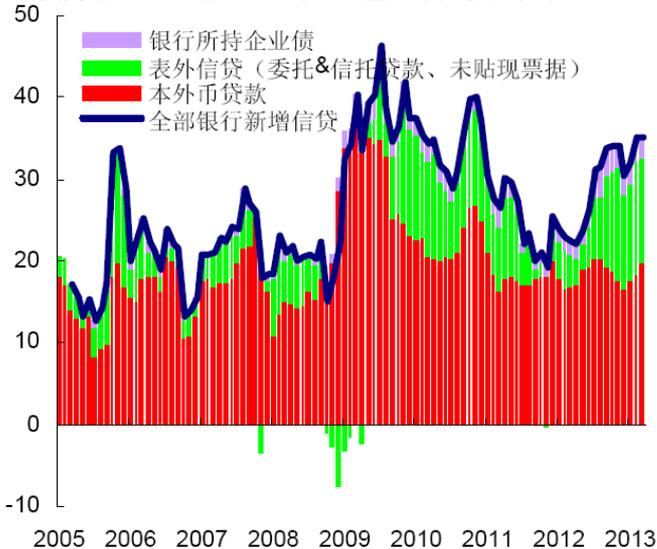


M2、M3、M4 增速

单位: %

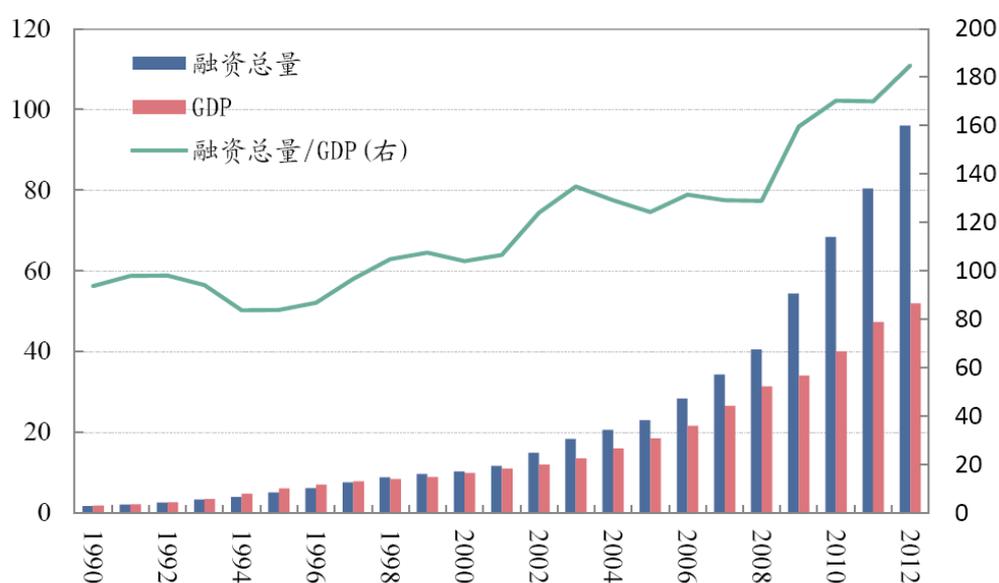


新增信贷占GDP比重 (% ,经季节调整, 3个月移动平均)



融资总量、GDP、两者倍数

左轴: 万亿 右轴: %



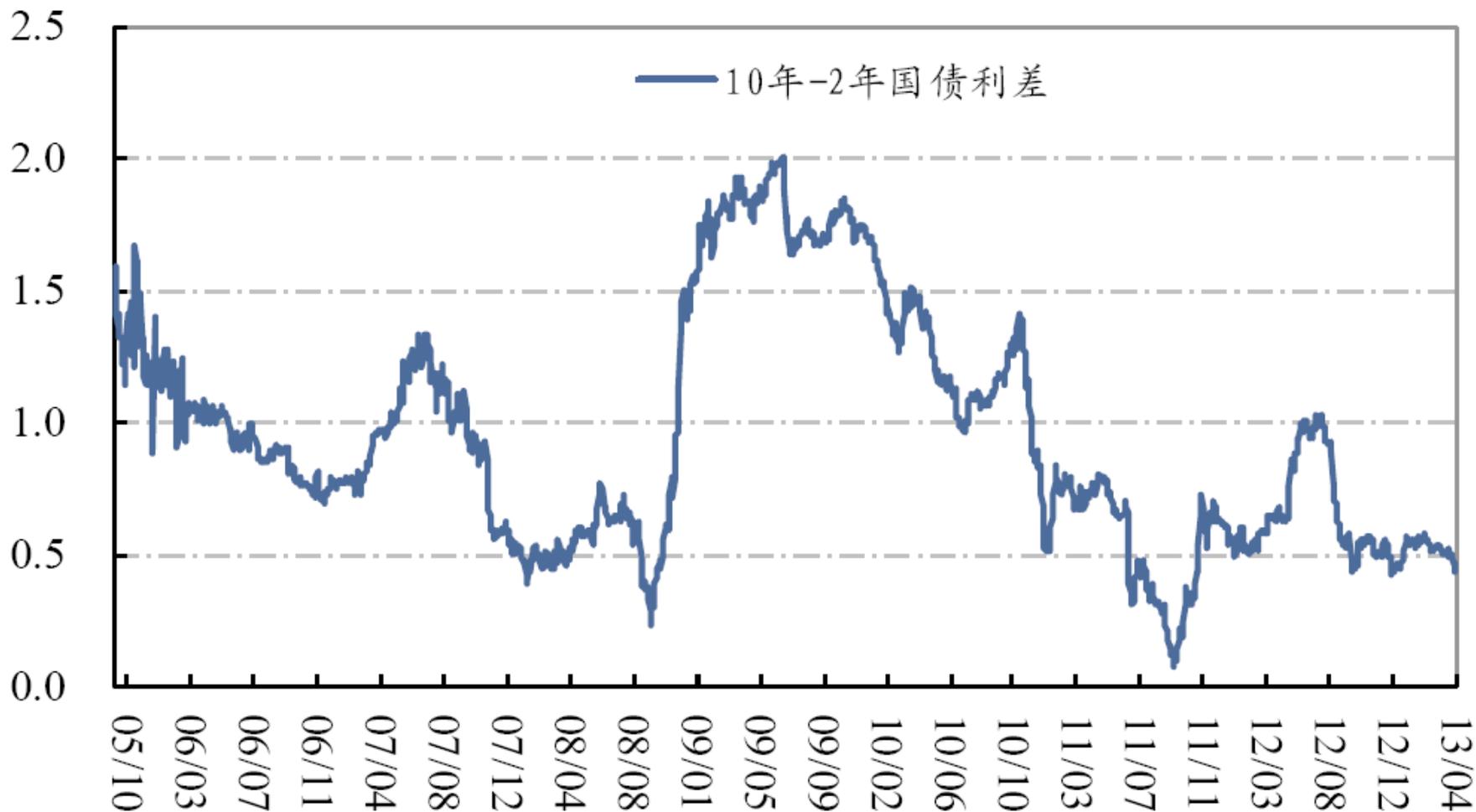
数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行和统计局

利率低位徘徊格局

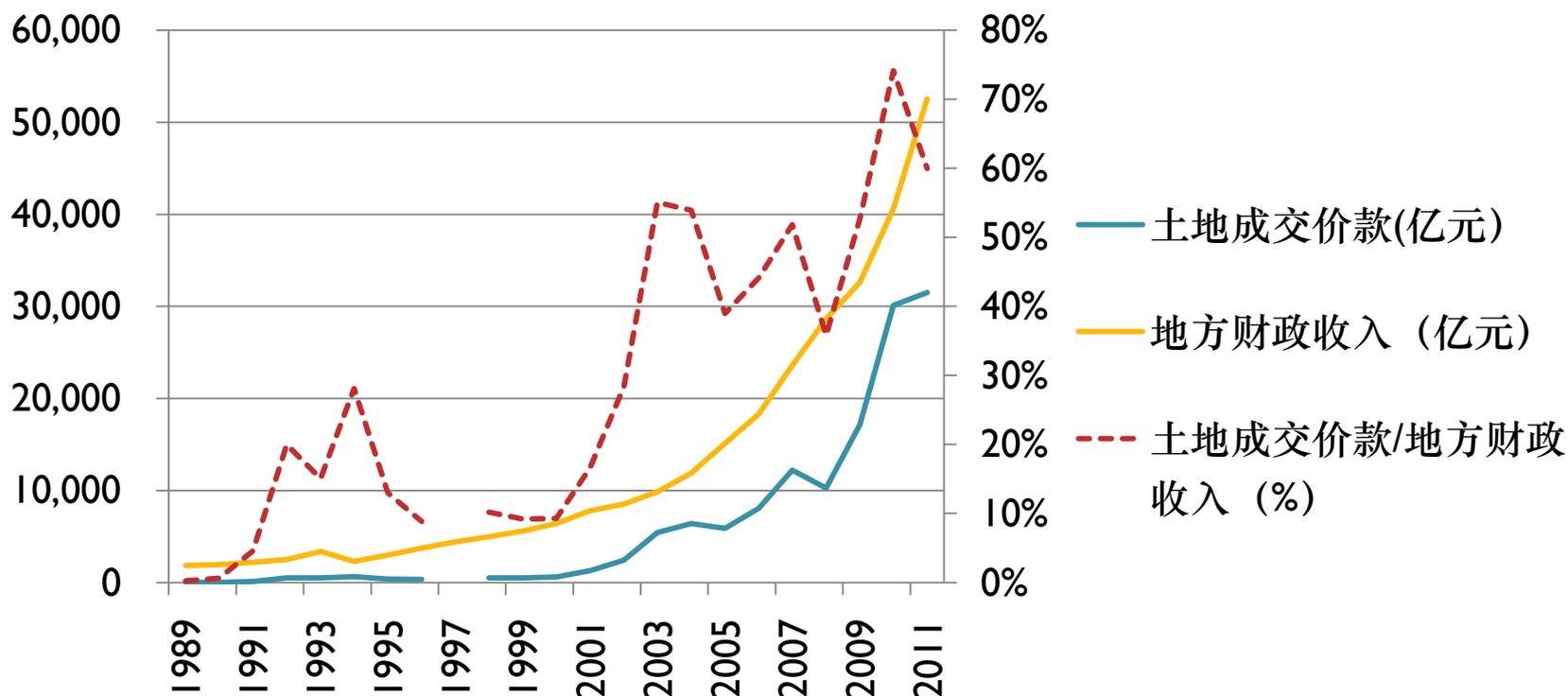
国债期限结构

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

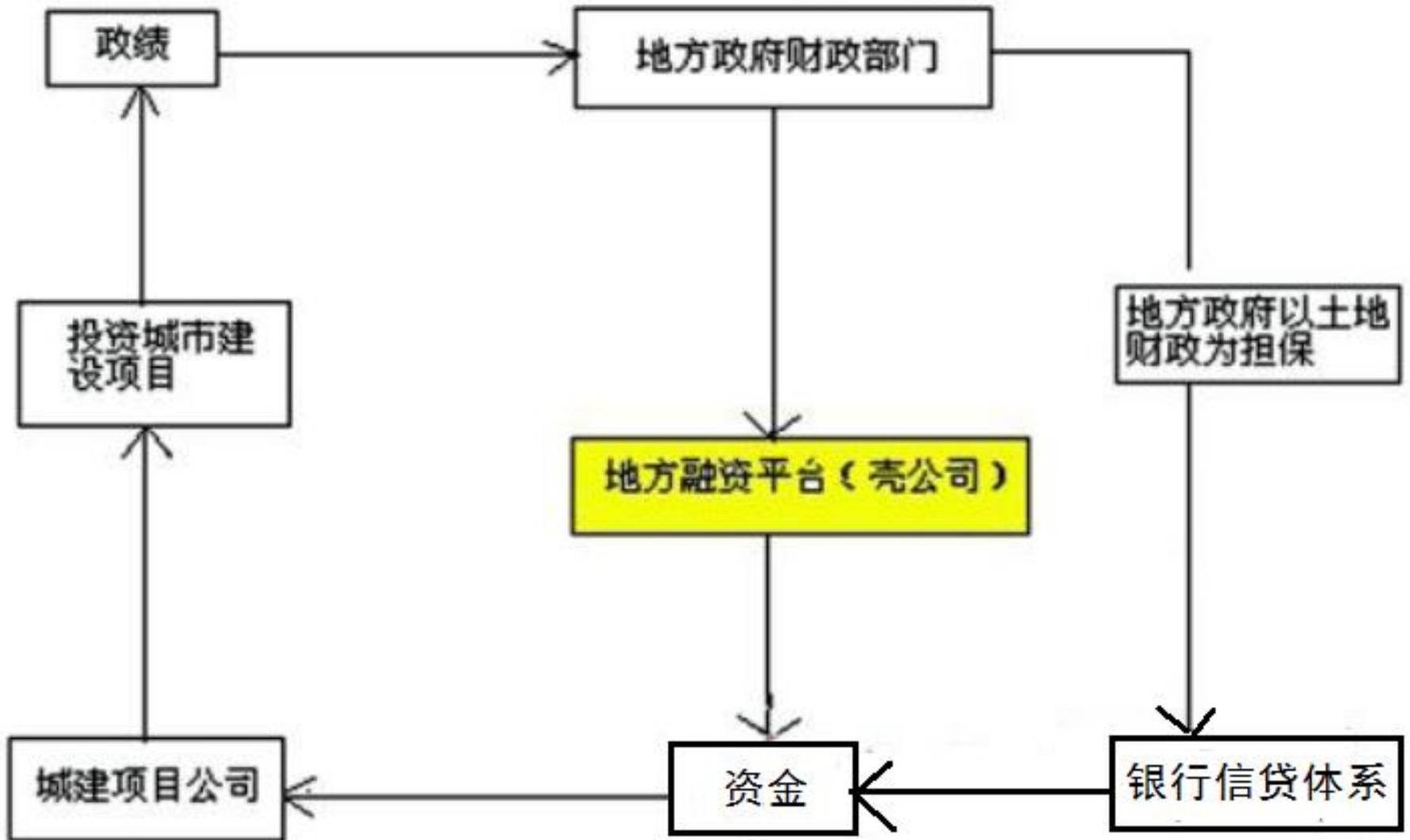
土地财政举足轻重



左轴代表土地成交价款和地方财政收入，右轴代表土地成交价款与地方财政收入之比

1989年，财政部颁发《国有土地使用权有偿收入管理暂行办法》，规定城市土地出让收益的20%留给地方政府，用作城市建设和土地开发费用，其余80%按四六分成，中央政府占40%，地方政府占60%。但在地方政府的争取下，中央政府做出巨大让步，将中央财政从土地使用权出让中分得的部分，对不同城市按85%~99%的比例返还给地方政府，返还期为两年。

形式和特点



发展现状

www.themegallery.com

截至 2010 年年底地方政府债务一览

单位:亿元

来源

分布

支出

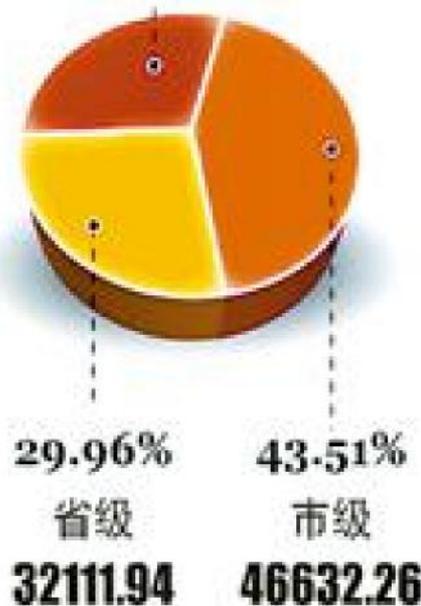
9.75% 其他借款
10449.68

79.01% 银行贷款
84679.99

26.53% 县级
28430.91

24.89% 交通运输
23924.46

36.72% 市政建设
35301.04



地方政府投融资平台的现状及其风险

- 投融资平台发展历程
 - 创建发展阶段(1992-1997)
 - 推广融合阶段(1998-2008上)
 - 加速扩张阶段(2008下-2010)
 - 规范调整阶段(2011-至今)
- 地方政府投融资平台的问题
 - 资产负债率高
 - 治理结构松散
 - 土地财政依赖
 - 投资绩效低下
 - 担保有名无实
 - 财务风险凸显



中国对“影子银行”的监管

中国影子银行规模估算

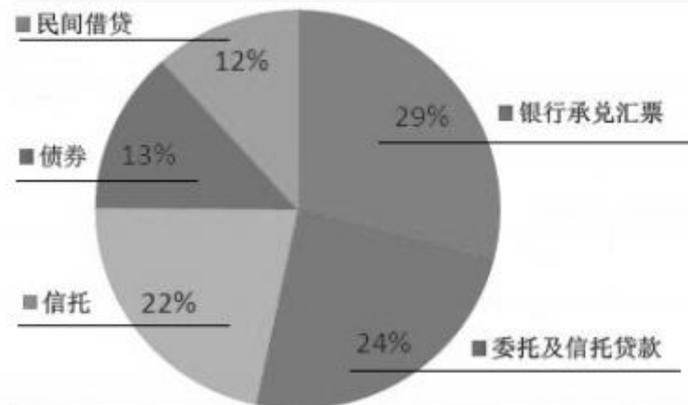
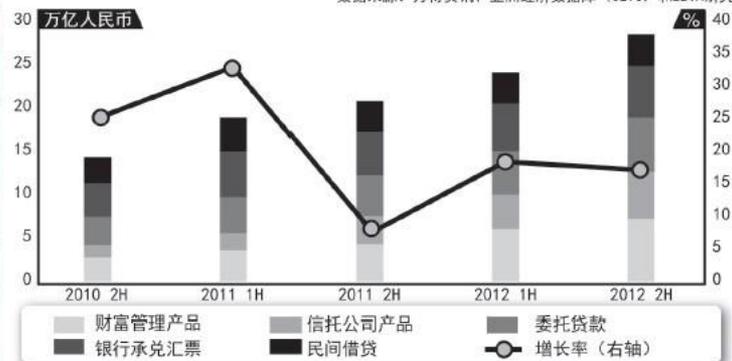
单位：亿元人民币

信用路径	计算口径	估算规模	备注
银行渠道	银行理财产品	42000	非保本型
	银信合作	21000	
	银证信合作	3000	
	银证合作（通道业务）	7000	
	未贴现银行承兑汇票	11200	
	委托贷款	65000	
非银行金融机构渠道	信托产品	70000	扣除银信、银证信合作规模
	券商资产管理计划	15000	不单独计入总规模
	担保公司融资性担保	15000	不单独计入总规模
	小额贷款公司	5330	
	典当行	3000	
非金融机构渠道	私募基金（债权部分）	5000	仅计算债权类规模
	民间借贷	40000	狭义民间借贷

数据来源：中国人民银行、信托业协会、银监会等；所有数据统计时点有一定差异，以能获取的最新数据为估算依据。

影子银行活动增加

数据来源：万得资讯、亚洲经济数据库（CEIC）和BBVA研究



数据来源：wind，上海证券研究所

人民币持续升值

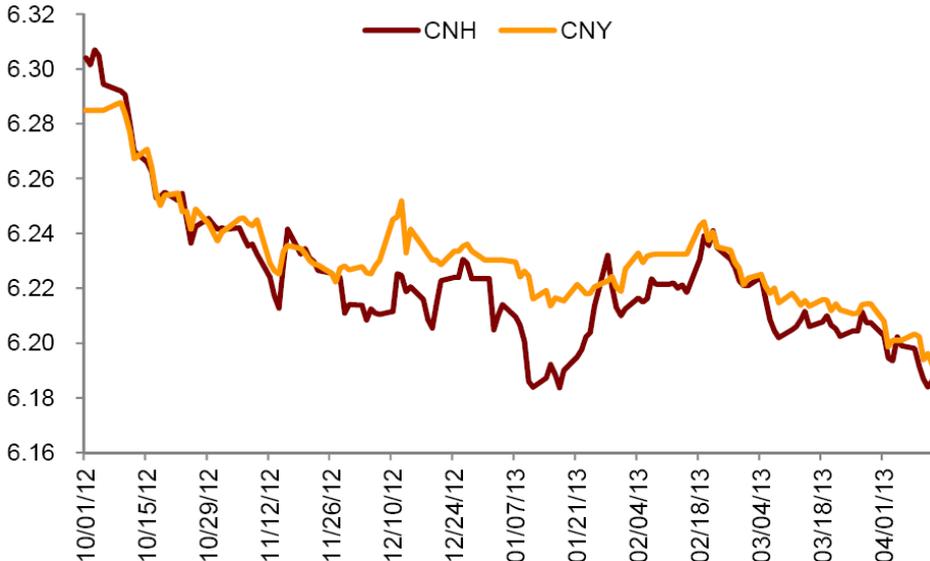
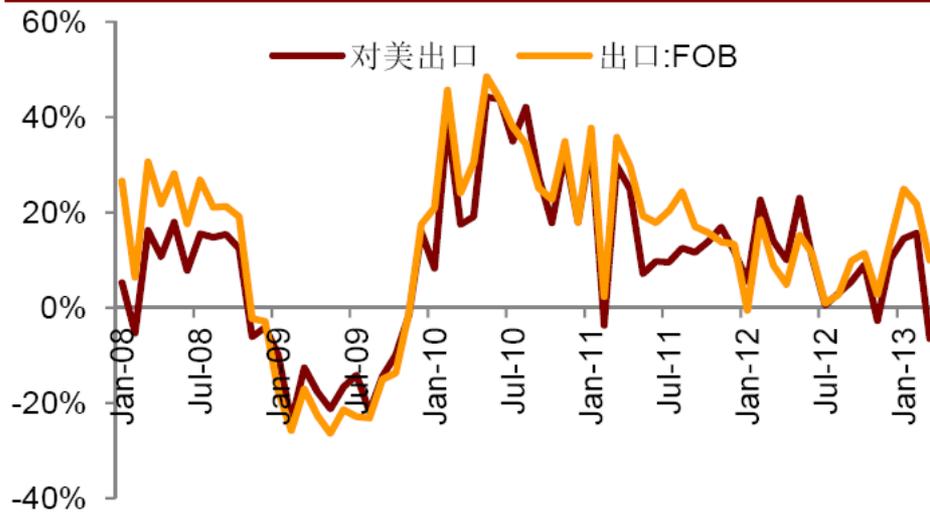
近期人民币和美元同时走强



资料来源: Wind、招商证券

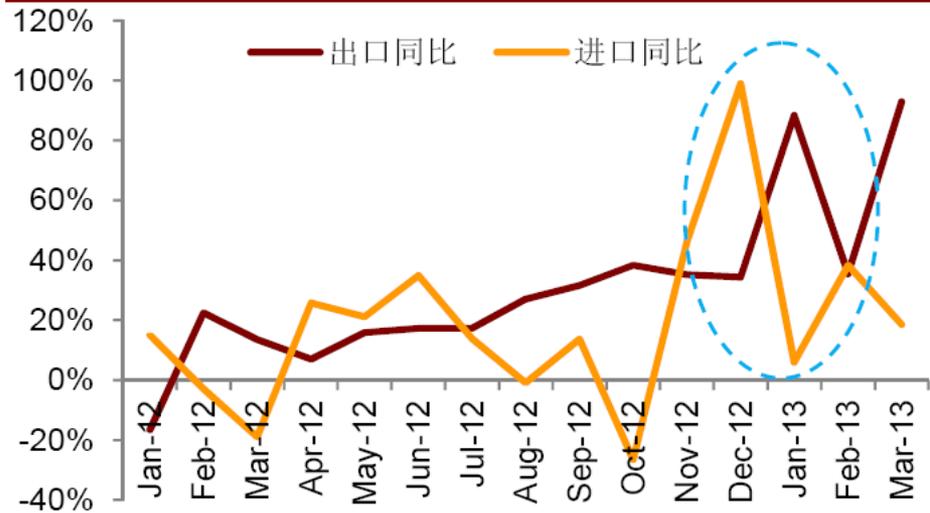
经常账户下的“金融套利”

对美出口决定我国出口走势



资料来源: Datastream, 招商证券

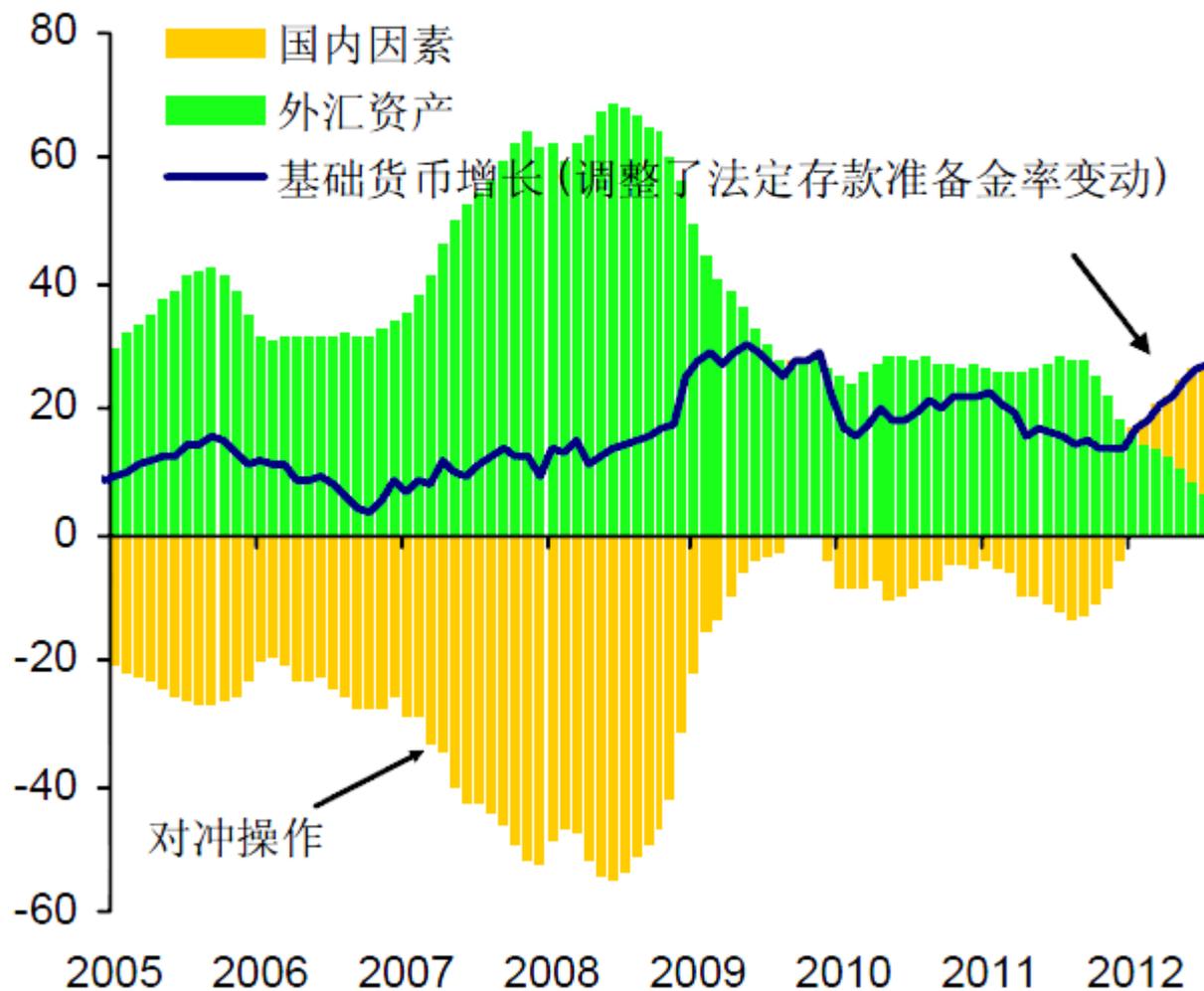
近期对香港进出口数据异常



资料来源: Wind, 招商证券

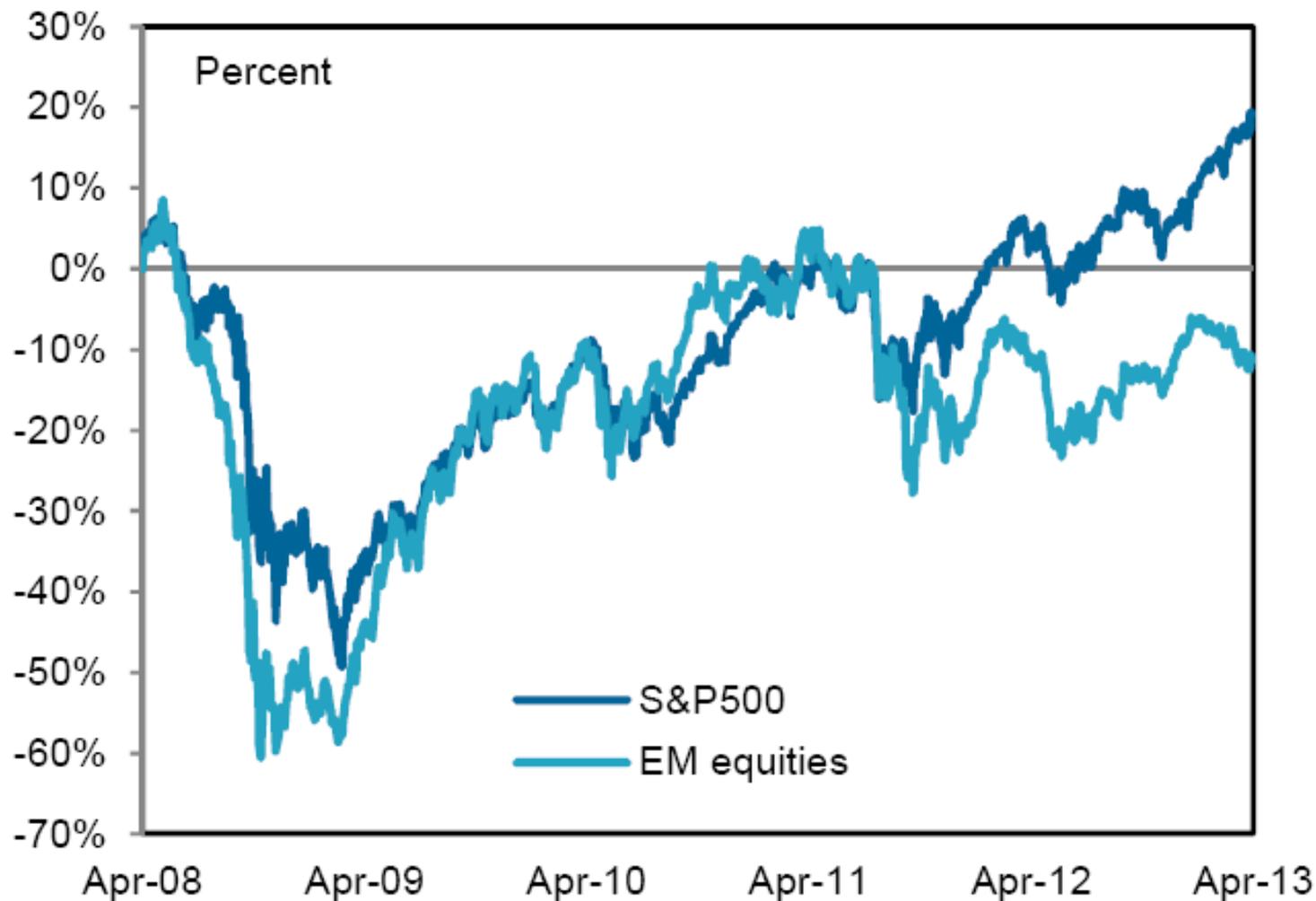
基础货币供给以及外汇资产变动

同比增长率 (% 3个月移动平均)



数据来源: CEIC, 瑞银证券估算

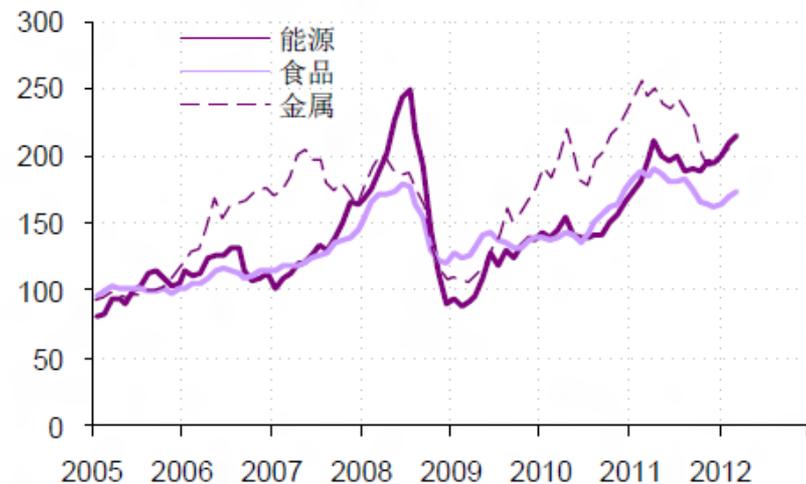
新兴市场和发达国家之间的“背离”



Source: GS Global ECS Research.

商品价格指数

Price index (2005=100)



数据来源: IMF, CEIC

原油价格

千元人民币/吨

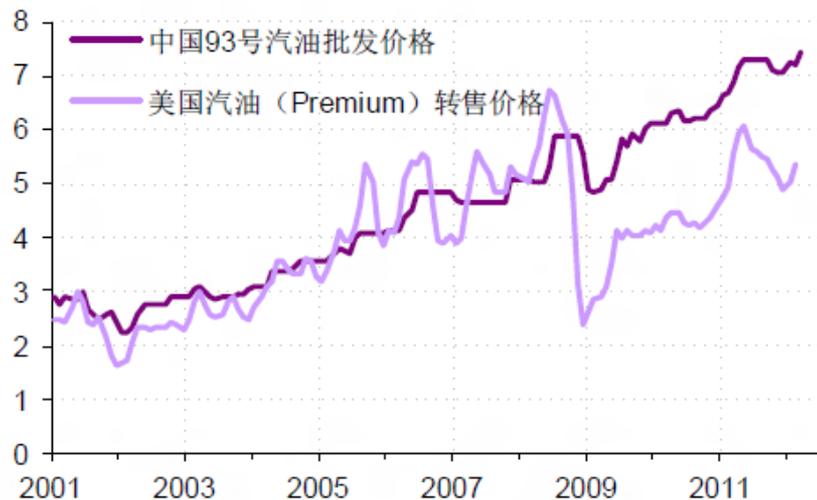
增速 (同比%, 3月移动平均)



数据来源: IMF, CEIC

汽油价格

人民币元/升

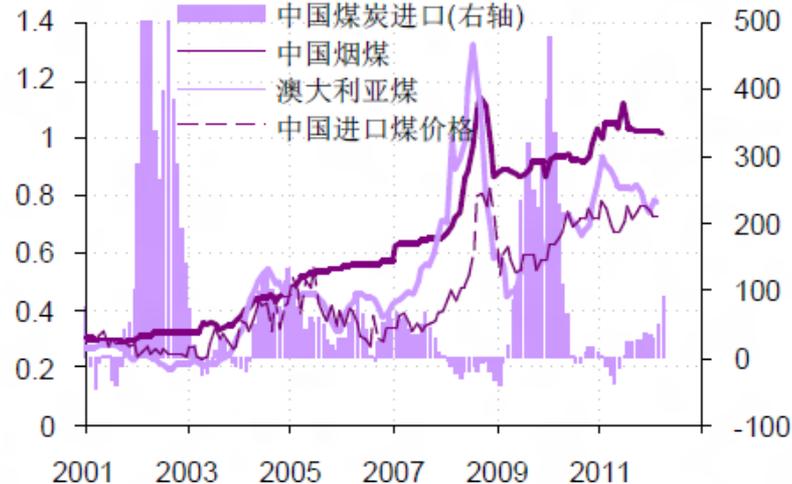


数据来源: IMF, CEIC

煤价

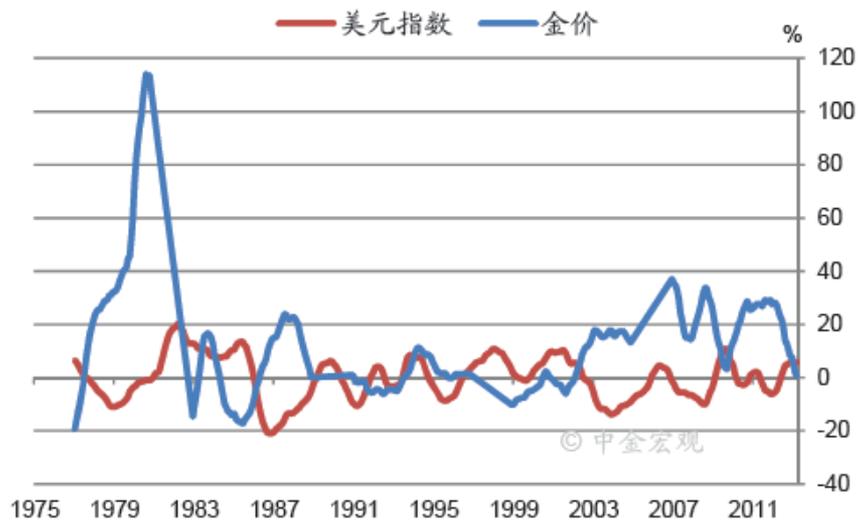
千元人民币/吨

增速(同比%, 3月移动平均)



数据来源: IMF, CEIC

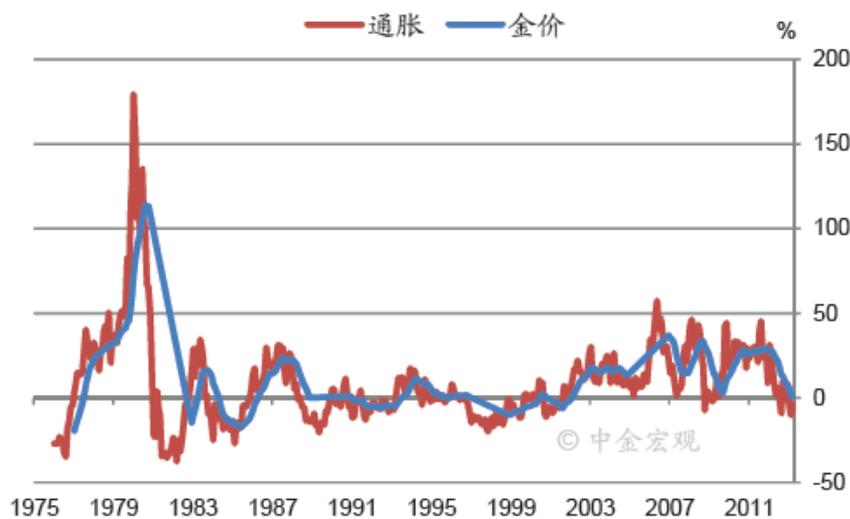
金价变化与美元指数 (同比增长,12个月移动平均)



金价与长期实际利率



金价变化与美国通胀 (同比增长,12个月移动平均)



资料来源: IMF、中金公司研究部



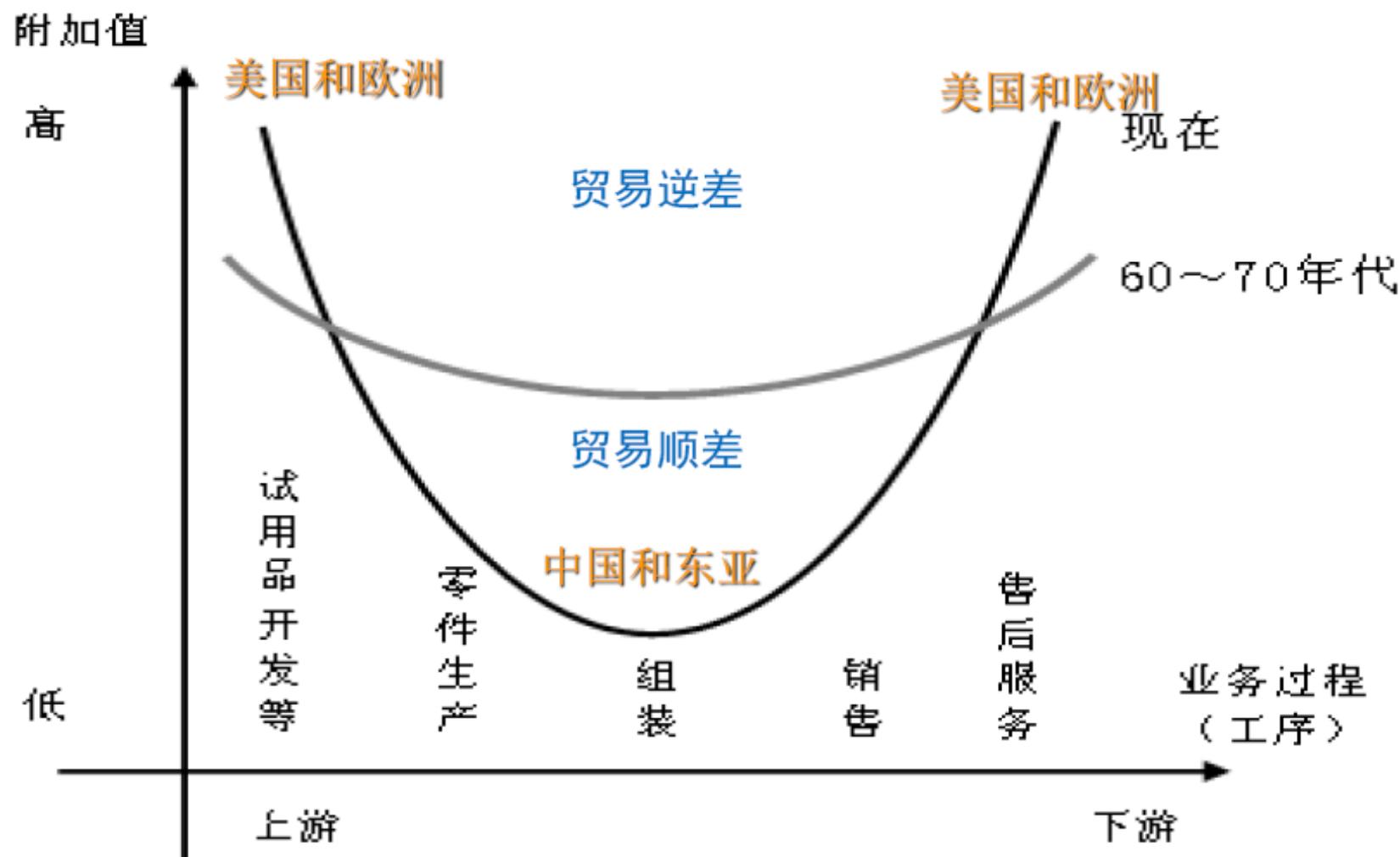
资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

2. 探索金融改革的切入点

- 金融如何为实体经济服务？
 - 财富创造、金融服务和禀赋约束(微笑曲线)
- 中国金融改革的切入点在哪里？
 - 国有银行主导和改革路径(网络中枢)
- “看得见的手”和“看不见的手”哪一个管用？
 - “制度红利”强于“政策红利”(放“乱”抓“死”)

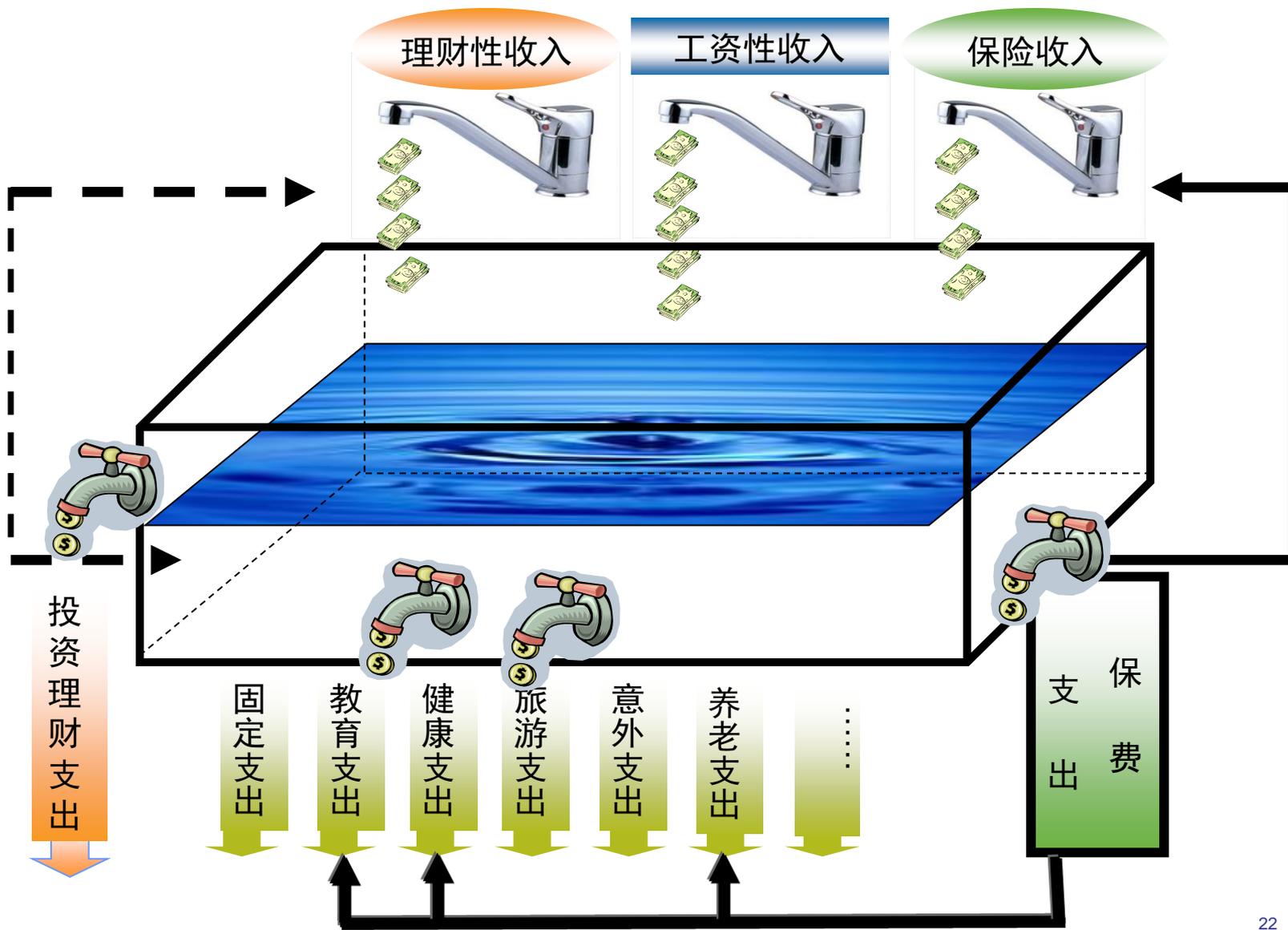
“微笑曲线” 揭示国家发展战略



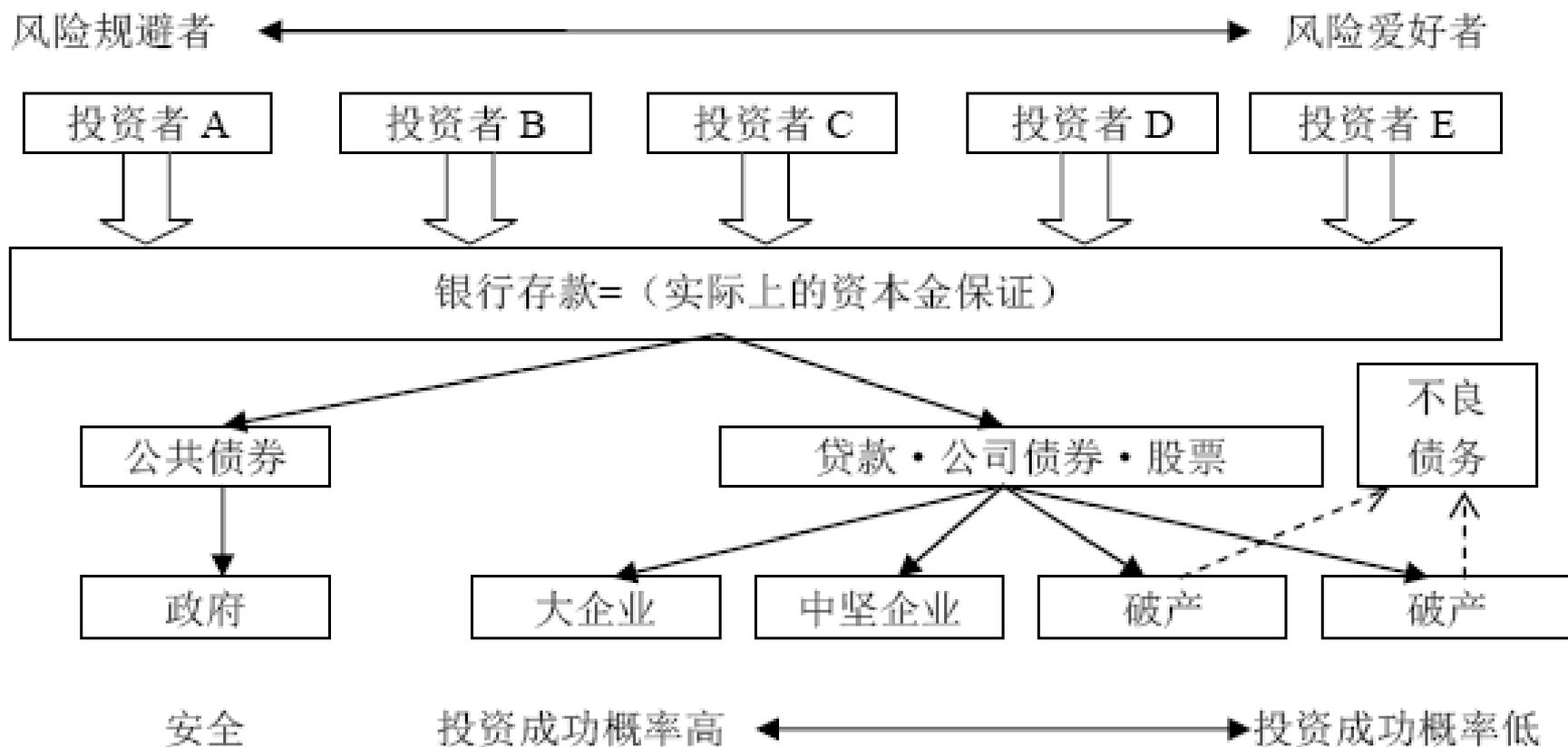
自主创新决定
中国经济话语权

金融强盛是经济可
持续发展的保障

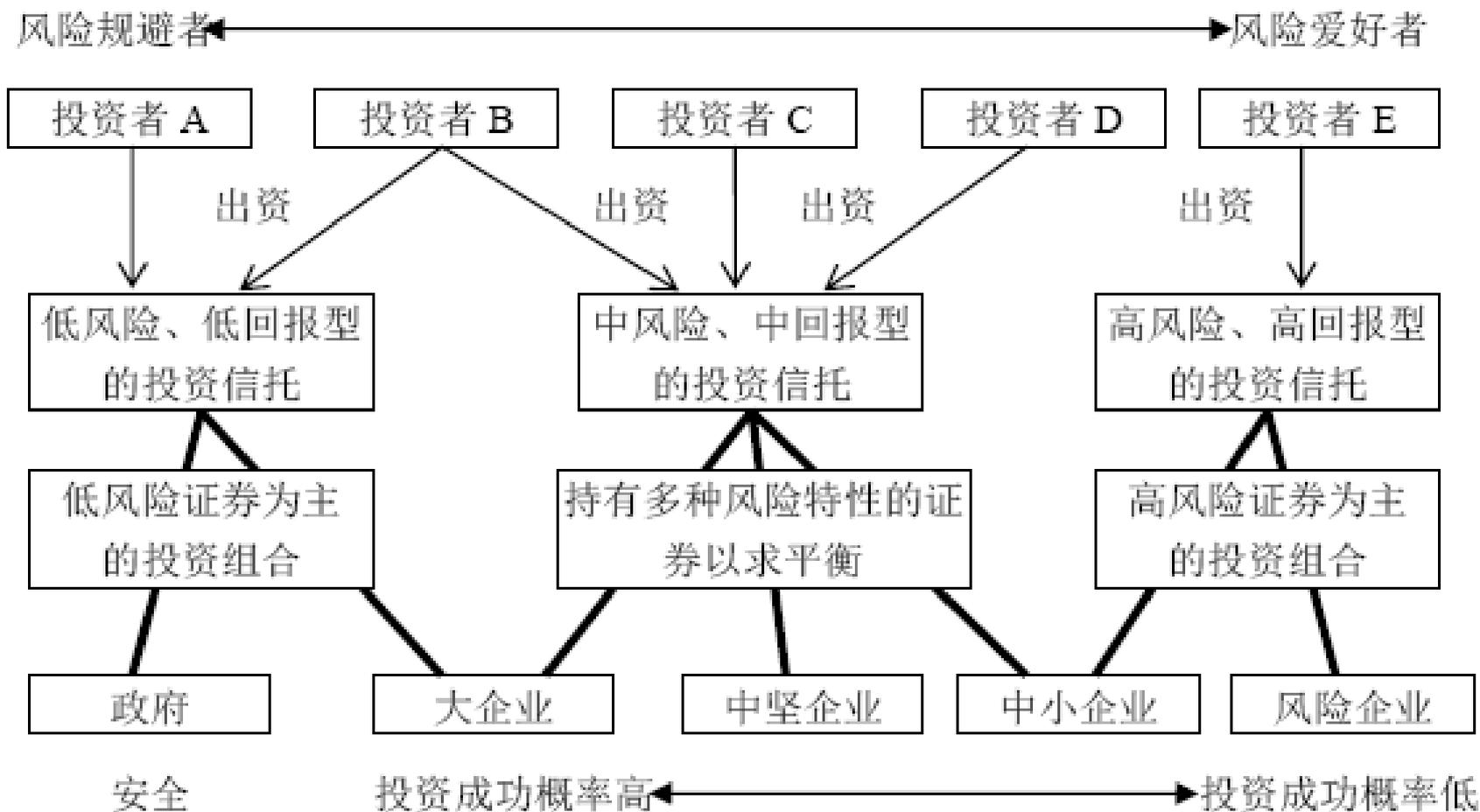
“个人资金”向“财富”转换的方式



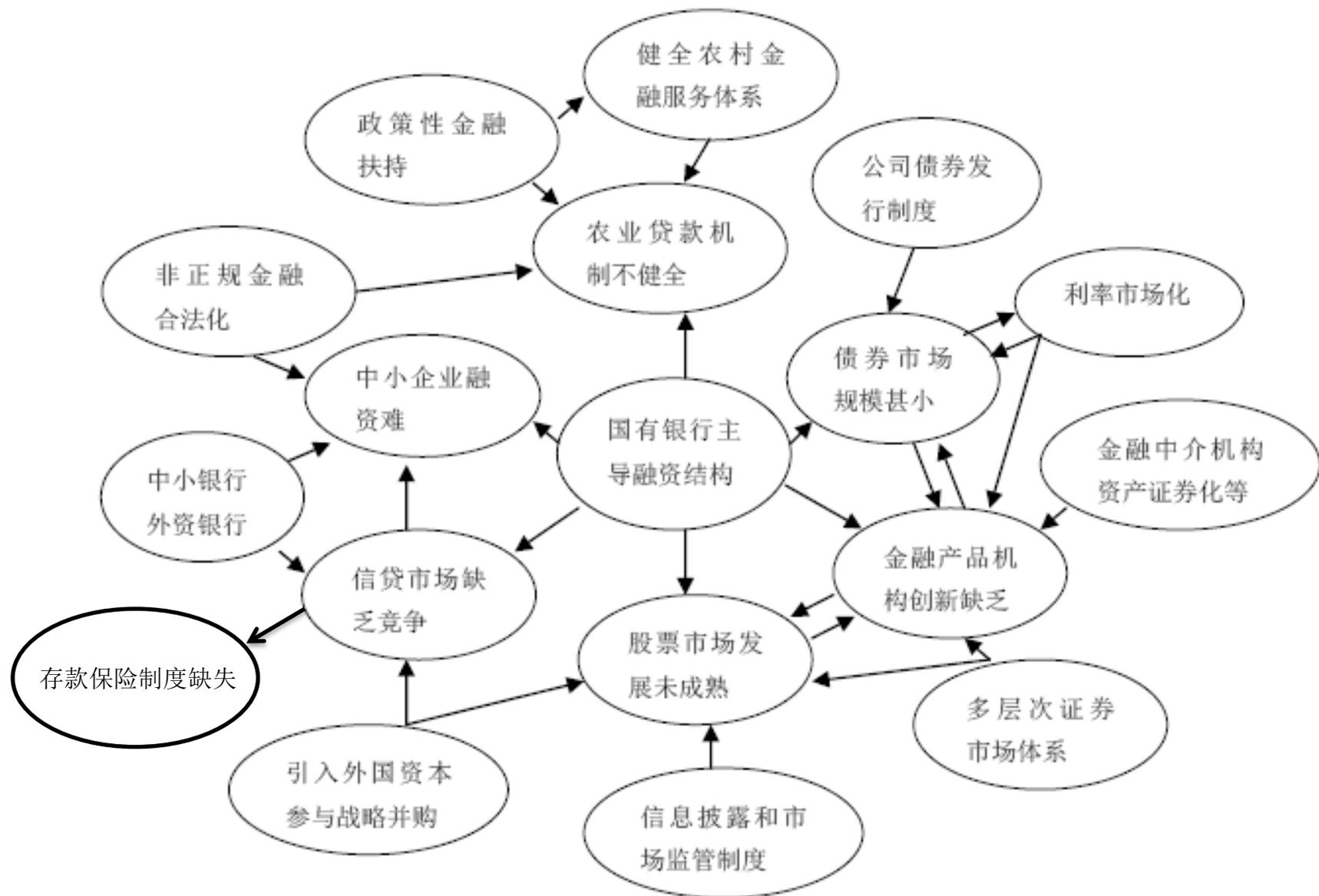
银行主导的金融体系



“专业化” 市场主导的金融体系



金融结构的问题症结和改革议题



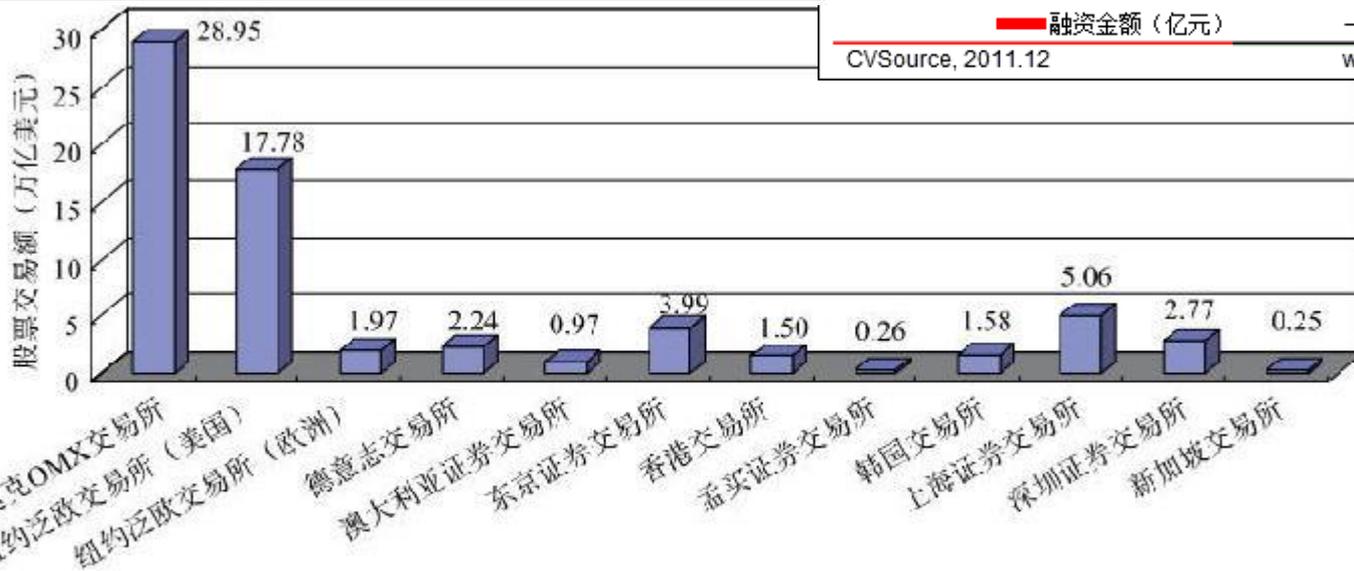
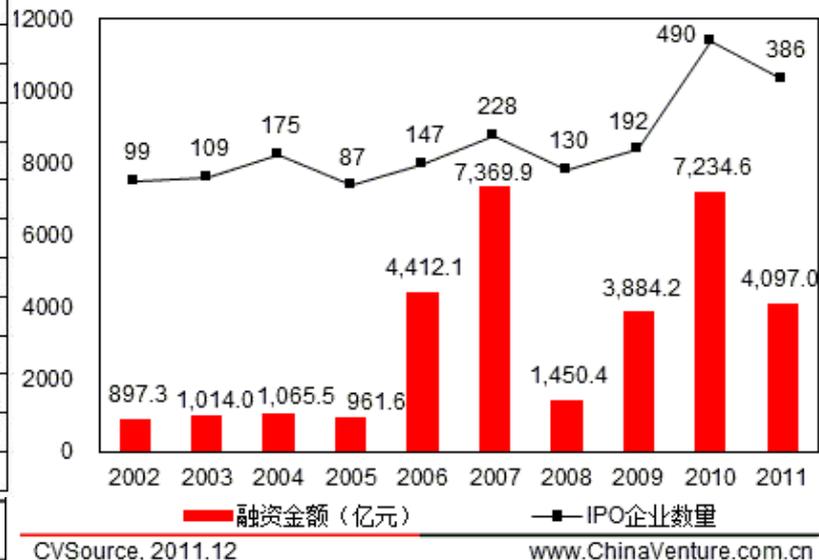
中国资本市场的失衡结构

主要经济体国内债券市场发展比较 (单位: %)

年份	债券市值/全球债券市值				债券市值/名义 GDP				
	美国	欧元区	日本	中国	全球	中国	美国	欧元区	日本
2000	47.3	18.5	19.6	0.7	90.7	16.9	140.7	85.9	122.2
2001	49.3	17.5	18.5	0.8	92.9	18.0	144.7	81.4	133.8
2002	46.8	19.0	19.2	1.0	100.4	23.5	149.1	91.5	162.6
2003	43.3	20.7	20.3	1.2	103.7	27.3	153.2	93.5	184.9
2004	41.9	20.9	20.4	1.4	103.6	32.3	156.4	92.9	192.3
2005	44.6	18.7	18.9	2.0	97.9	40.2	159.8	81.6	183.9
2006	43.6	20.0	17.1	2.4	100.6	44.5	164.0	92.0	192.7
2007	41.8	21.5	15.9	3.0	101.2	49.9	169.8	97.1	202.2
2008	41.5	21.1	18.7	3.7	97.6	51.1	174.1	91.9	225.1
2009	39.0	21.7	17.9	4.0	110.5	52.3	175.8	112.0	227.4

资料来源: 国内债券市值来源于 BIS, 名义 GDP 来源于 Bloomberg。

2002-2011年中国企业全球资本市场IPO规模

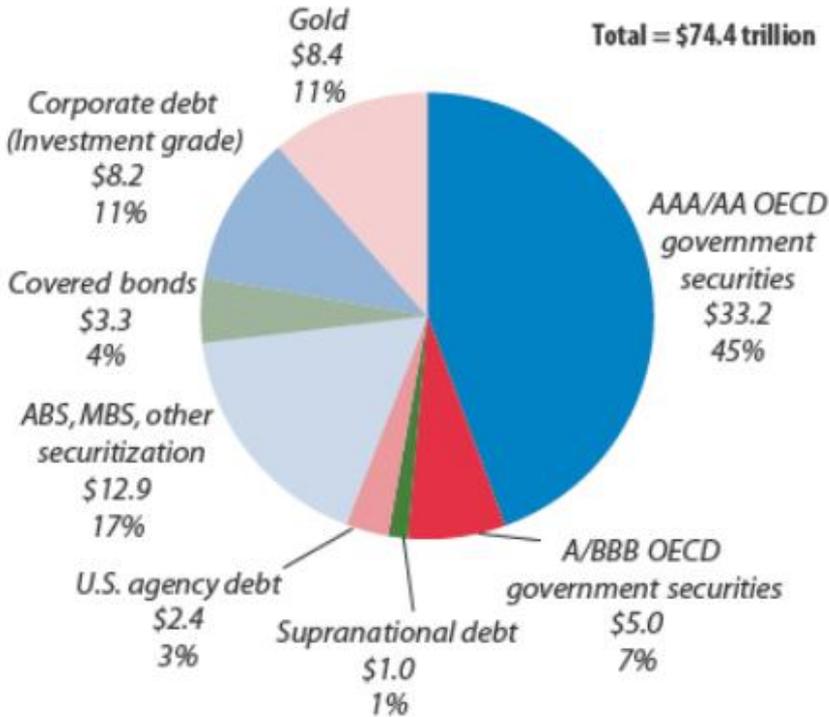


交易所比较：2009年股票交易额

数据来源: 世界交易所联合会 (WFE)。

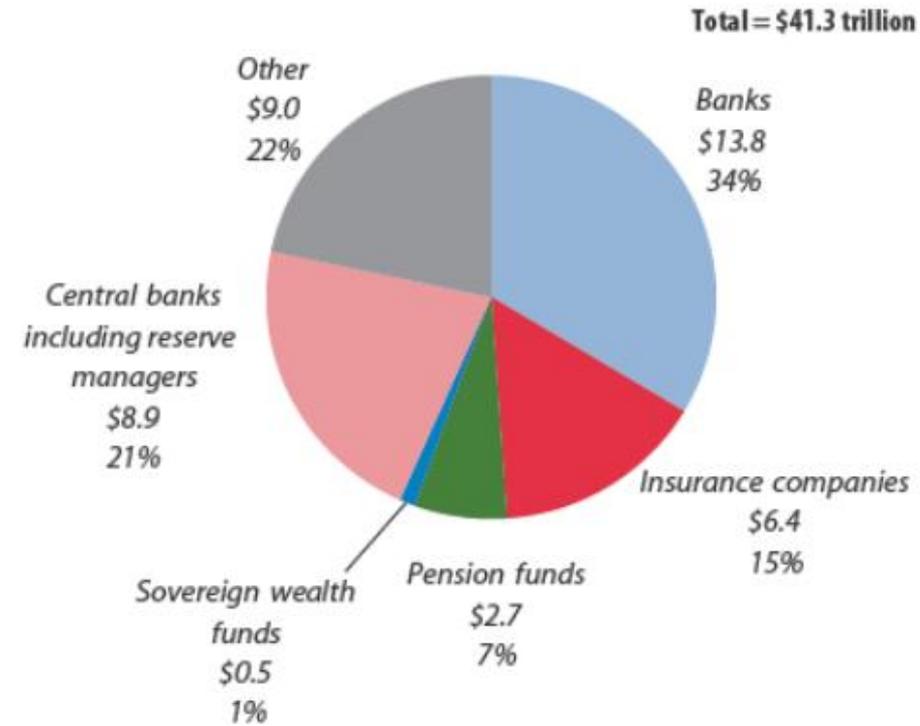
Outstanding Amounts of Marketable Potentially Safe Assets

(In trillions of U.S. dollars and percent of total)



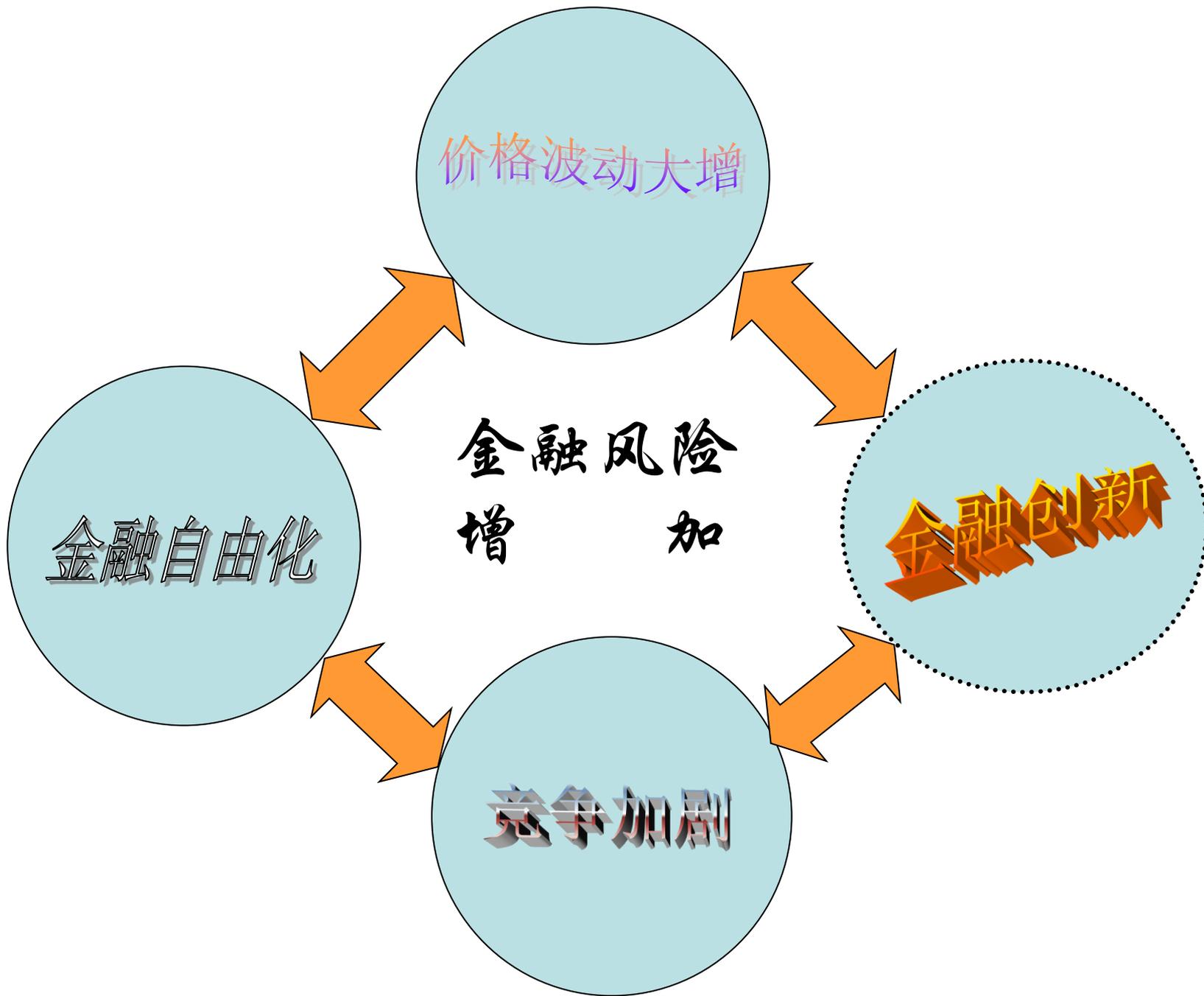
Holdings of Government Securities Worldwide, by Investor Type, End-2010

(In trillions of U.S. dollars and percent of outstanding sovereign debt)



Sources: Bank for International Settlements; Dealogic; the European Covered Bond Council (ECBC); SIFMA (the Securities Industry and Financial Markets Association); Standard & Poor's, World Gold Council; and IMF staff estimates.

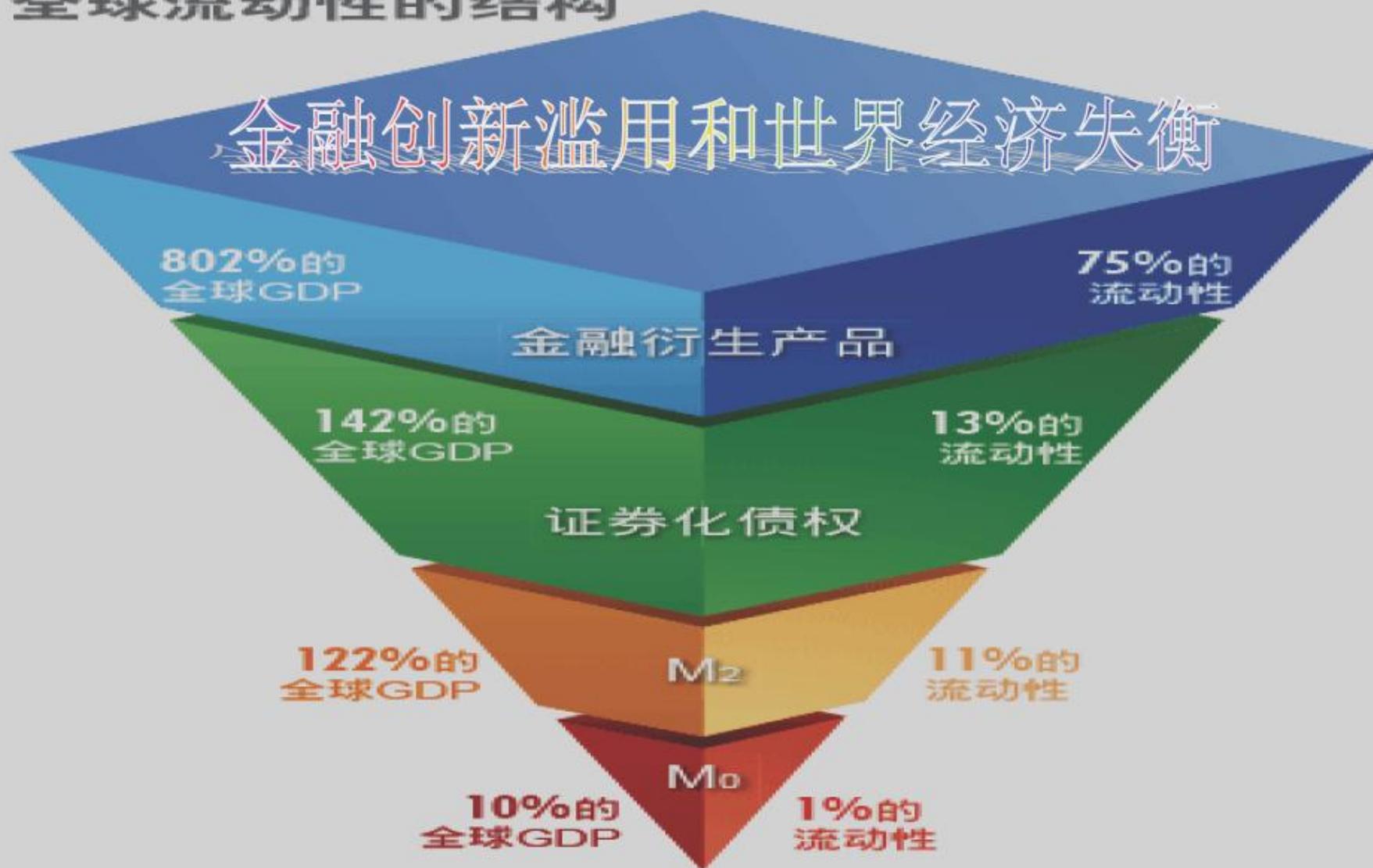
Sources: Bank for International Settlements (BIS); Bankscope; Organization for Economic Cooperation and Development; and IMF staff estimates.



2007年

全球流动性的结构

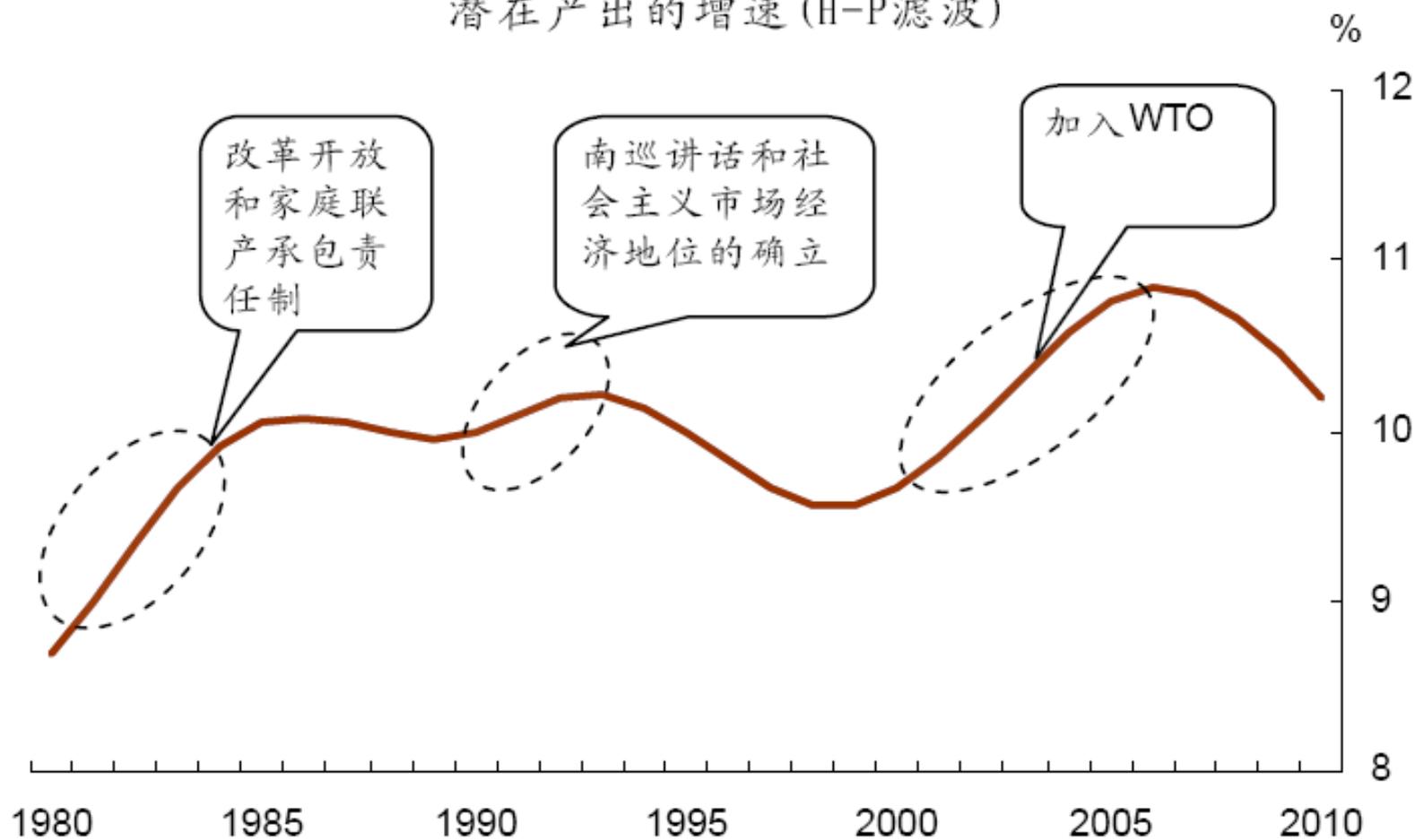
金融创新滥用和世界经济失衡



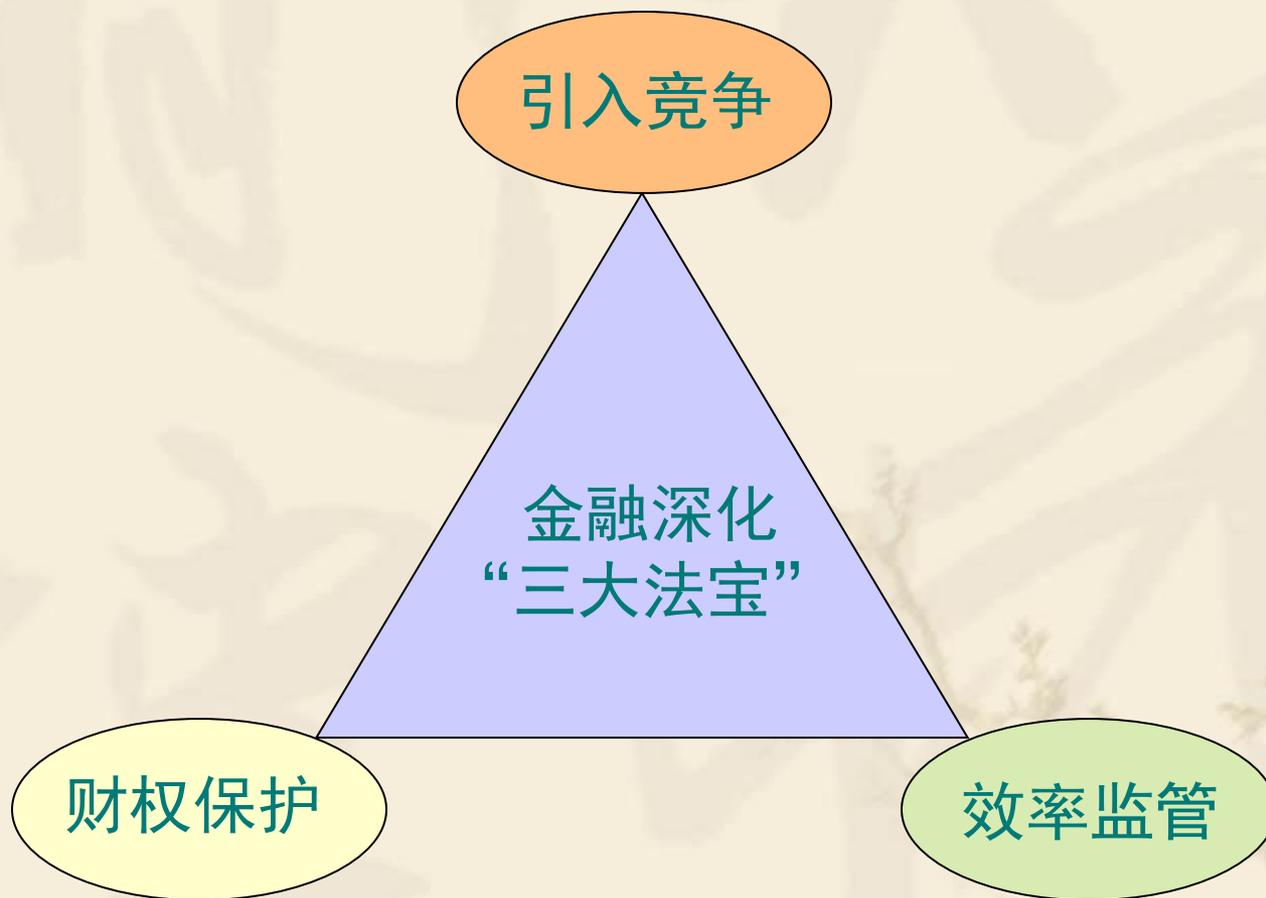
资料来源: BIS,
Independent Strategy
(UK)

“制度红利”受阻

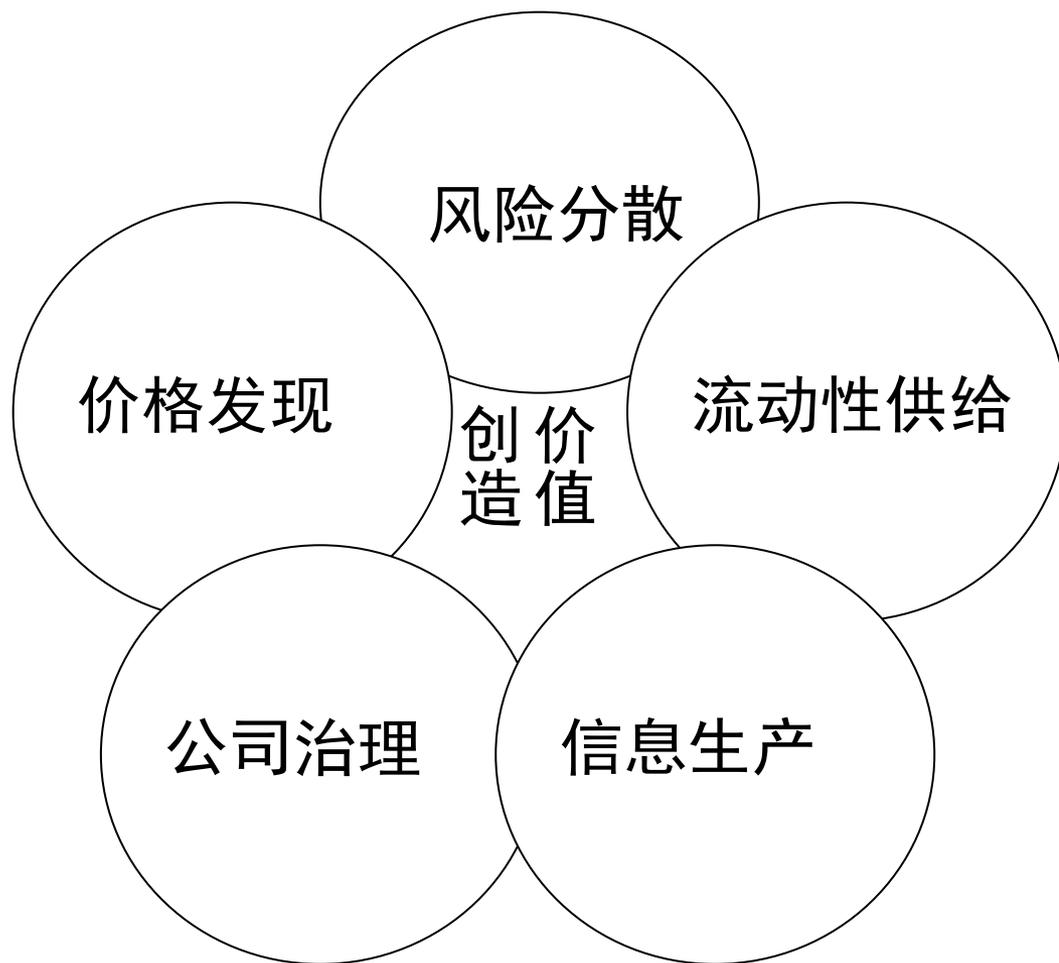
潜在产出的增速 (H-P滤波)



金融改革的“制度红利”



金融体系需发挥的六大基本功能



证券交易所产品国际对比表

产品类型	中国	德国	美国	英国	日本	印度	韩国	中国香港
本国股票	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
外国股票		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
国债	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
可转债	✓	✓			✓			✓
公司债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
资产抵押债券	✓							
共同基金	✓							✓
房地产投资基金		✓	✓	✓	✓		✓	✓
交易所交易基金(ETF)	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
权证	✓	✓	✓			✓	✓	✓
商业票据			✓					
期货		✓			✓	✓	✓	✓
股票期货		✓				✓		✓
期权		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
股票期权		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ETF 期权		✓						
结构化衍生品			✓					✓

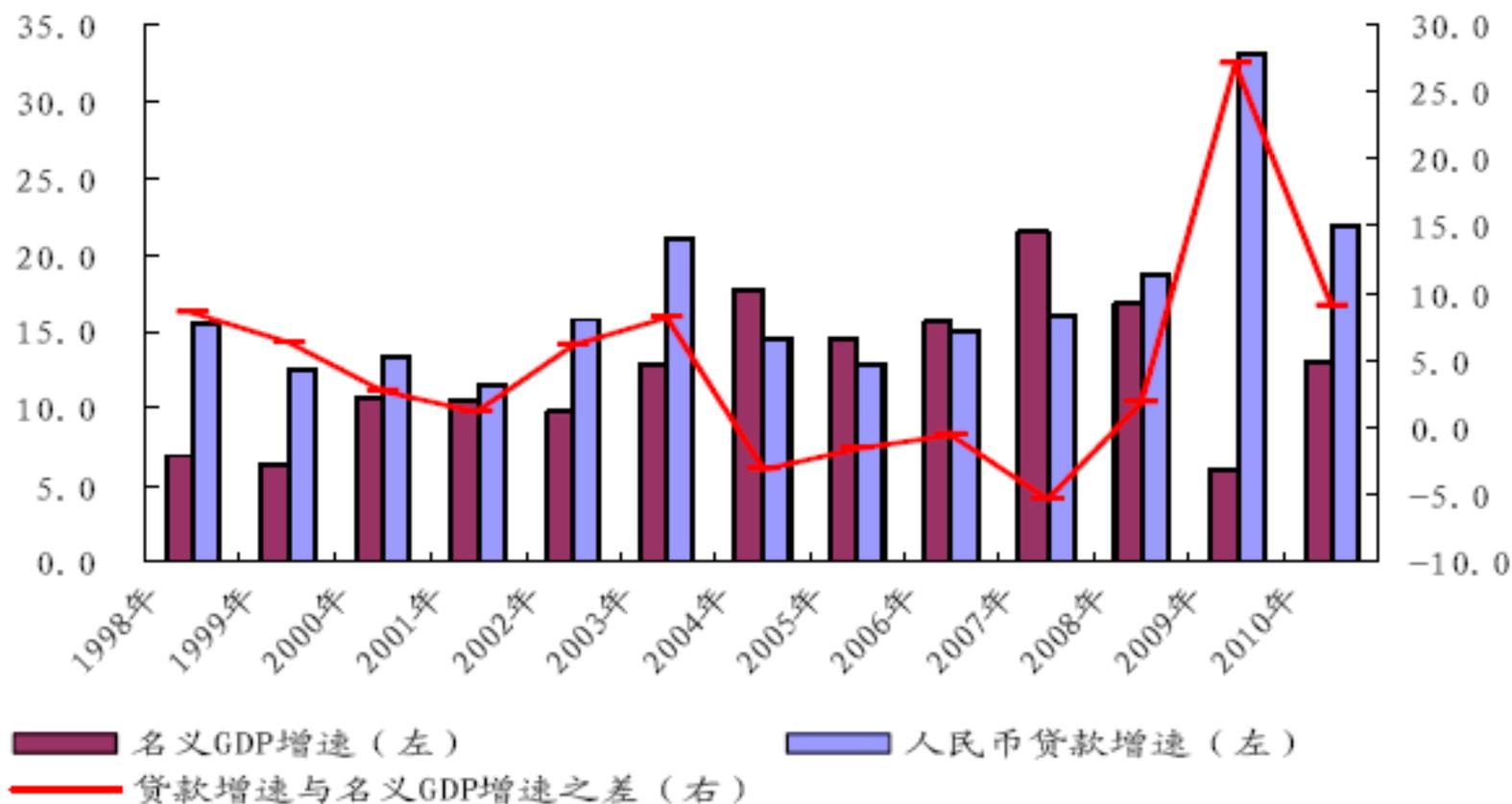
美国创新实力和金融超市

注：1. “✓”表示相关市场有该产品。

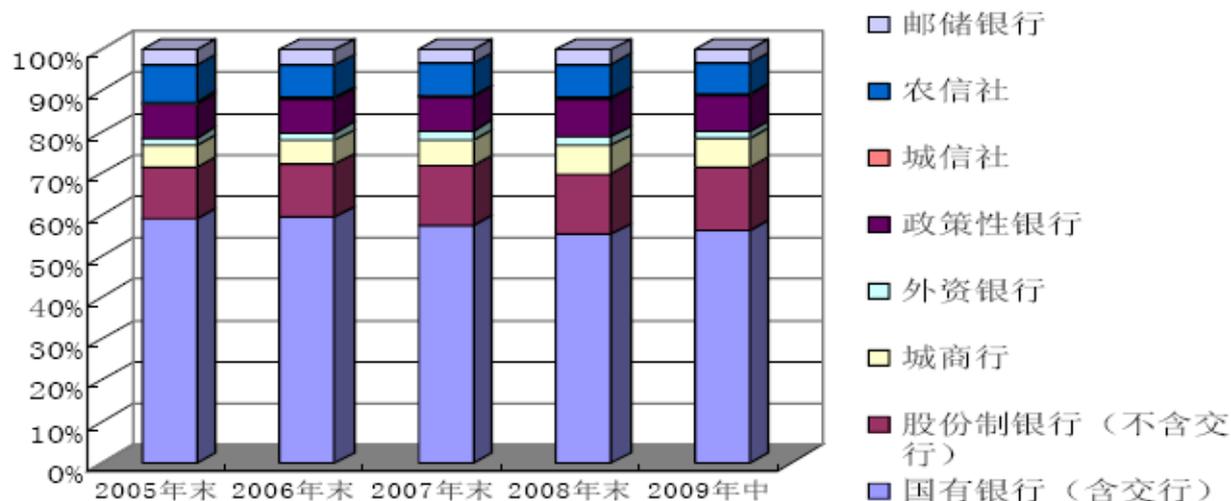
2. 美国只包括纽约证券交易所和纳斯达克证券市场。

资料来源：中国证监会，世界银行。2010

1998年以来人民币贷款增速与GDP名义增速



近年来我国商业银行市场份额变化



主要上市银行前五大行业贷款余额占比(截至2009年6月)

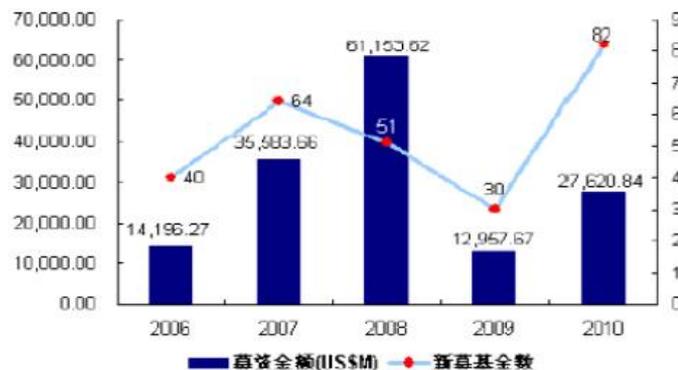
		交通银行	工商银行	建设银行	招商银行	浦发银行	民生银行
1	行业名称	制造业	制造业	制造业	制造业	制造业	制造业
	占总额比例	20%	21%	16.85%	16.53%	23.27%	16%
2	行业名称	交通运输	交通运输	电力	交通运输	批发零售	房地产
	占总额比例	12%	20.5	10.96%	9.66%	11.47%	11%
3	行业名称	电力	电力	交通运输	电力	公共事业	商务服务
	占总额比例	7%	13.9	10.76%	5.95%	10.14%	9%
4	行业名称	批发零售	公共事业	房地产	批发零售	房地产	交通运输
	占总额比例	7%	12.9	7.86%	5.71%	8.16%	9%
5	行业名称	房地产	房地产	商务服务	房地产	社会服务	公共事业
	占总额比例	7%	10.4	5.83	5.12%	8.12%	8%

数据来源：各行财务报告

民间金融该向何处去？



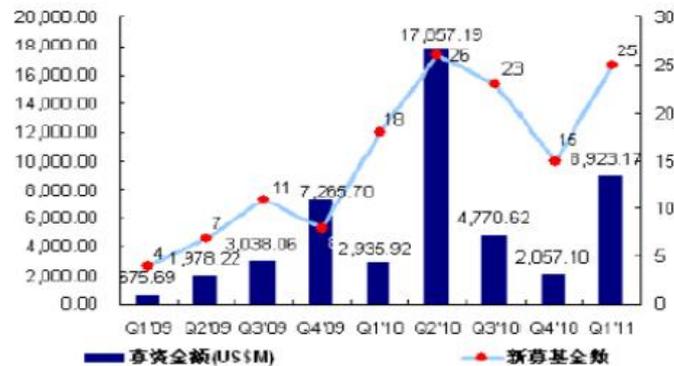
图1 2006-2010年私募股权投资基金募资总量的同比比较



来源：清科研究中心 2011.01

www.zdbchina.com

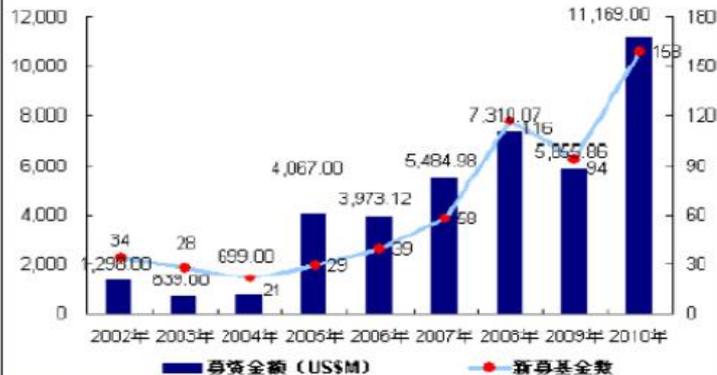
图1 Q1'09-Q1'11私募股权投资基金募资总量的季度环比比较



来源：清科研究中心 2011.04

www.zdbchina.com

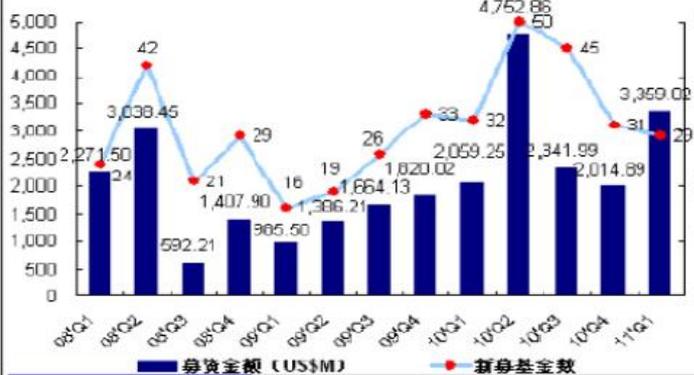
图1 2002-2010年创业投资机构募资情况比较



来源：清科研究中心 2011.01

www.zdbchina.com

图1 2008Q1-2011Q1各季度创业投资机构募资情况比较



来源：清科研究中心 2011.04

www.zdbchina.com

3. 金融为实体经济服务的内涵

- 创新驱动与科技金融
- 制造强国与关系金融
- 内需主导与财富金融
- 市场活力与消费金融
- 民生改善与政府金融
- 货币安全与全球化金融

受访企业行业分布状况

- 以制造型企业为主，并主要集中在劳动密集型企业

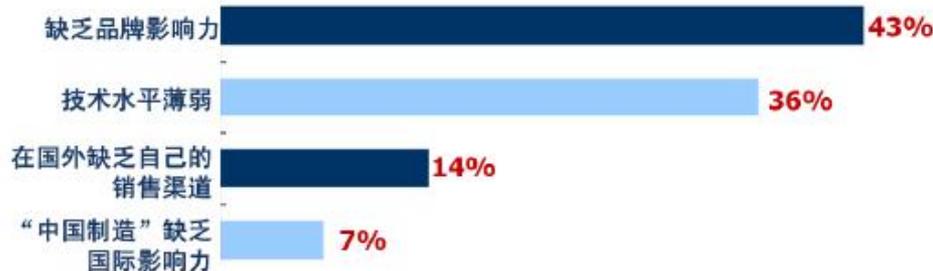


受访企业地区分布状况

- 长三角及珠三角地区仍是制造业集聚的主要地区

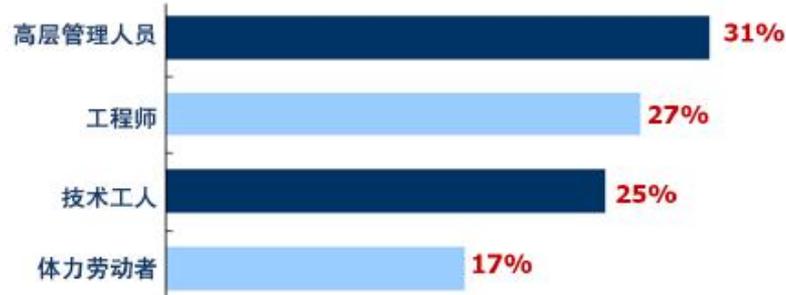


您认为实现产品升级的主要障碍是什么？



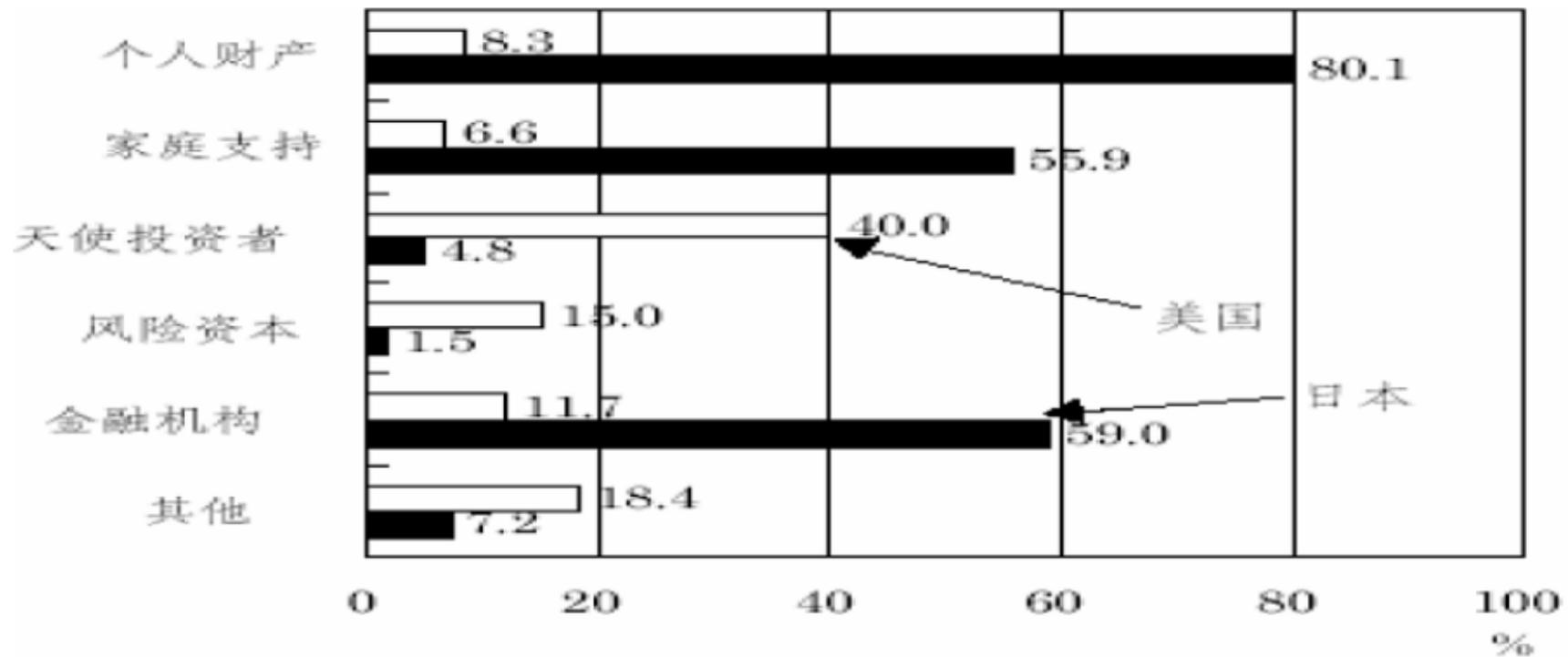
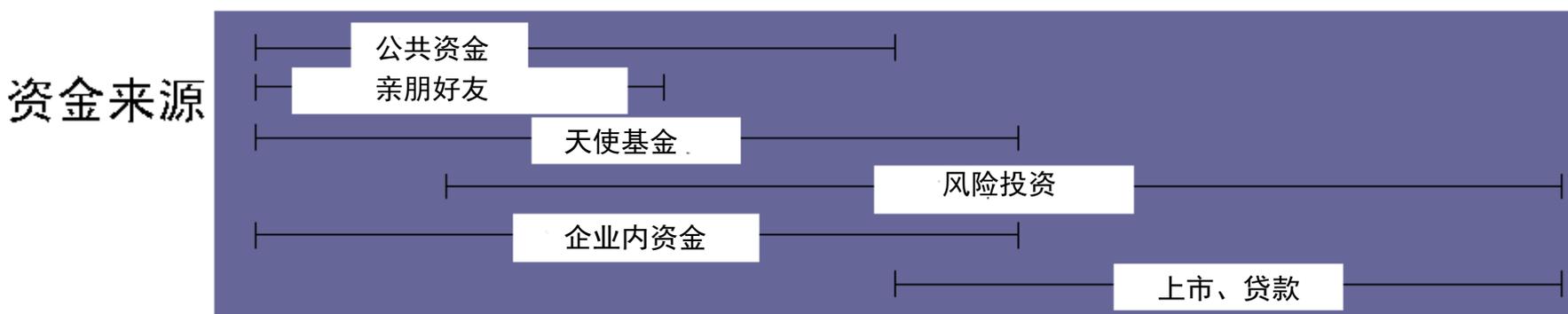
结果表明：在国际市场树立自有品牌、打造品牌影响力，是中国企业实现突破的关键。

当前形势下，哪一类型的人才较难招聘？



结果表明：对知识型人才的吸纳和管理，仍然是当前中国制造型企业急需解决的问题。

发展阶段	研发	启动	早期增长	加速增长	持续增长	稳定增长
融资类型	创意论证	种子培育	第一桶金	第二桶金	开发融资	置换资本 并购资本



美国“垃圾债”发展历程

兴起阶段

衰退阶段

成熟阶段

20世纪二
三十年代，
在美国产生

1977年，
垃圾债券仅
占全部公司
债3.7%

80年代，
美共发行垃
圾债1700
亿，单德崇
证券就发行
800亿，占
47%

91年后，
随着利率下
降和经济恢
复，垃圾债
走向成熟。

五六十年代，
用作小型公
司开拓资金

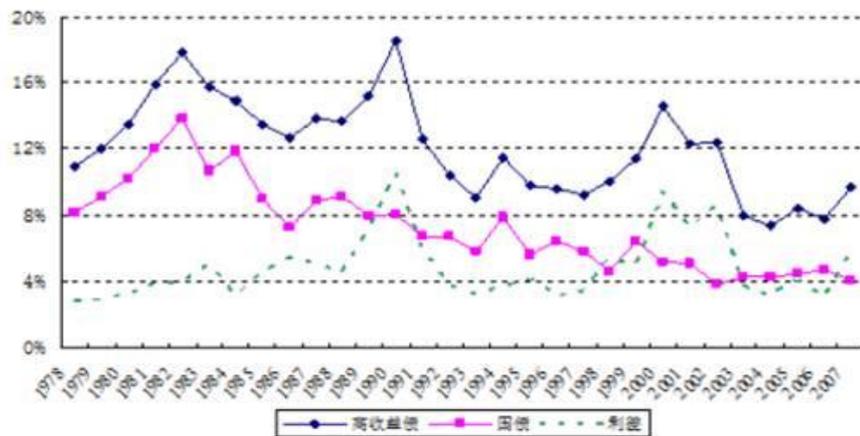
70年代末，
“垃圾债券
之王”迈克
尔-米尔肯
及其任职的
德崇证券崛
起，垃圾债
进入黄金十
年

89年2月，
德崇证券破
产，垃圾债
券由于过度
投机，违约
率明显上升，
垃圾债市场
开始衰落。

96-08年，
垃圾债年均
发行规模为
1000亿，
占公司债总
数的13%。
至08年垃
圾债总规模
达到9450
亿。

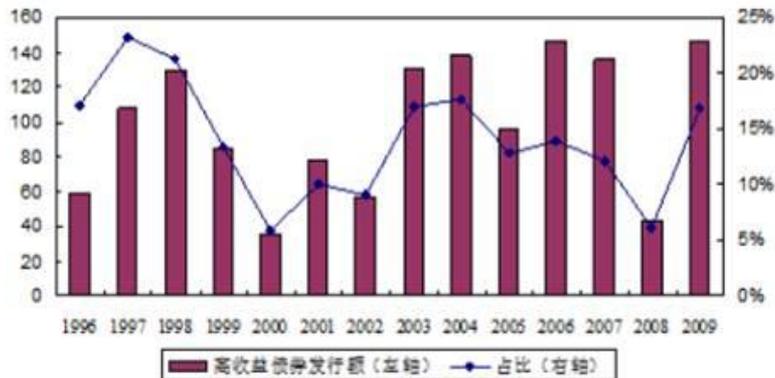
垃圾债的“双刃剑”作用

10年期国债与高收益债券的收益率及利差



美国高收益债券发行额及在公司债券中的占比

(单位: 十亿美元、%)



投资者类型	1989	1992	1997	2002	2008
保险公司	30	29	24	24	26
CBO/其他	1	18	11	16	7
高收益共同基金	30	18	21	13	17
养老基金	15	13	18	19	20
股权和收入基金		9	7	6	9
投资级基金		9	13	10	9
外国投资者	9	3	6	5	7
储贷机构	7				
个人	5				
公司	3				
对冲基金及其他				7	5

“垃圾债”，并不是说这些债券是没有价值的“垃圾”，而是提示其具有同高收益相应的高违约风险；事实上，“垃圾债”是国际金融市场具有独特作用的一个有机组成部分。

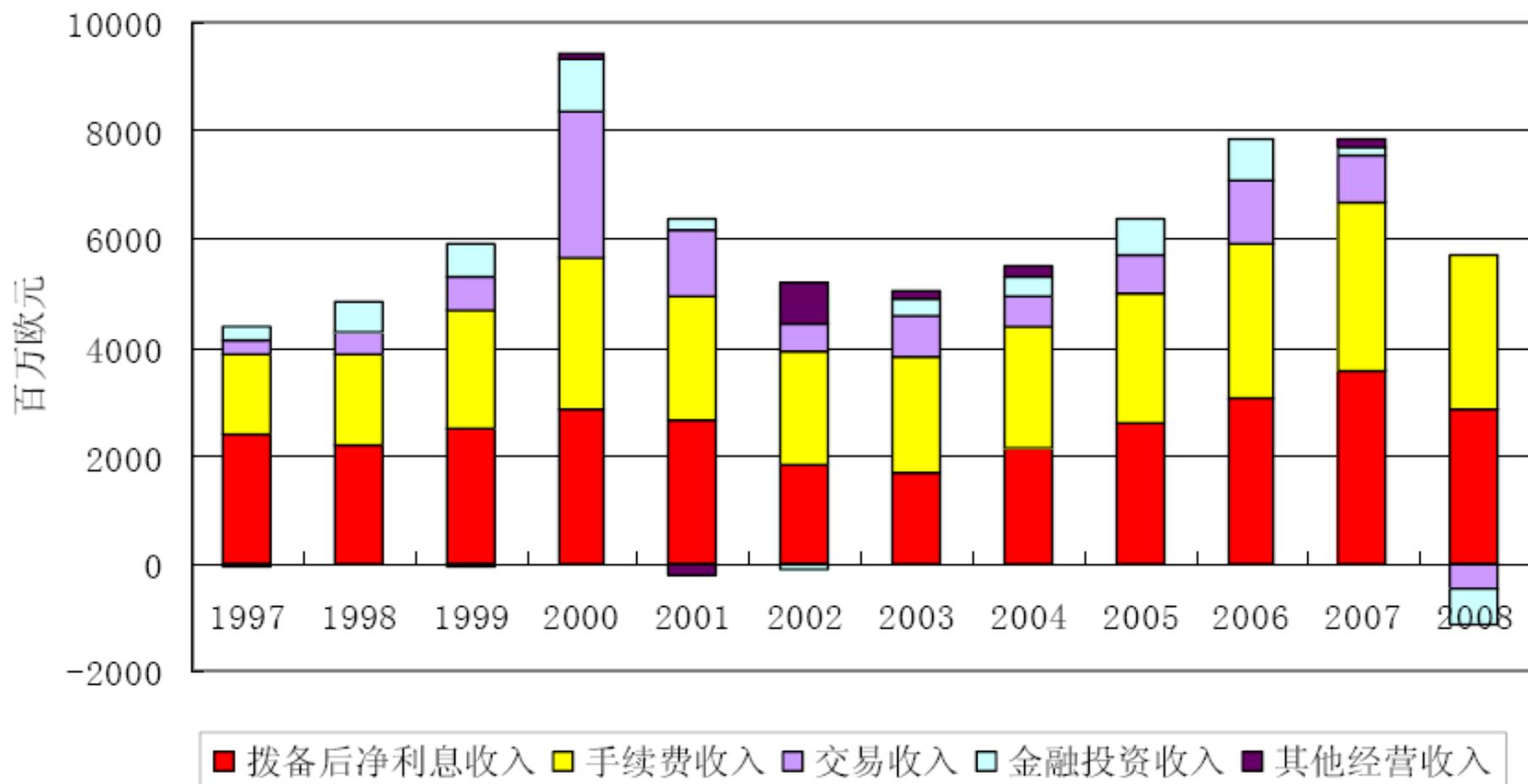
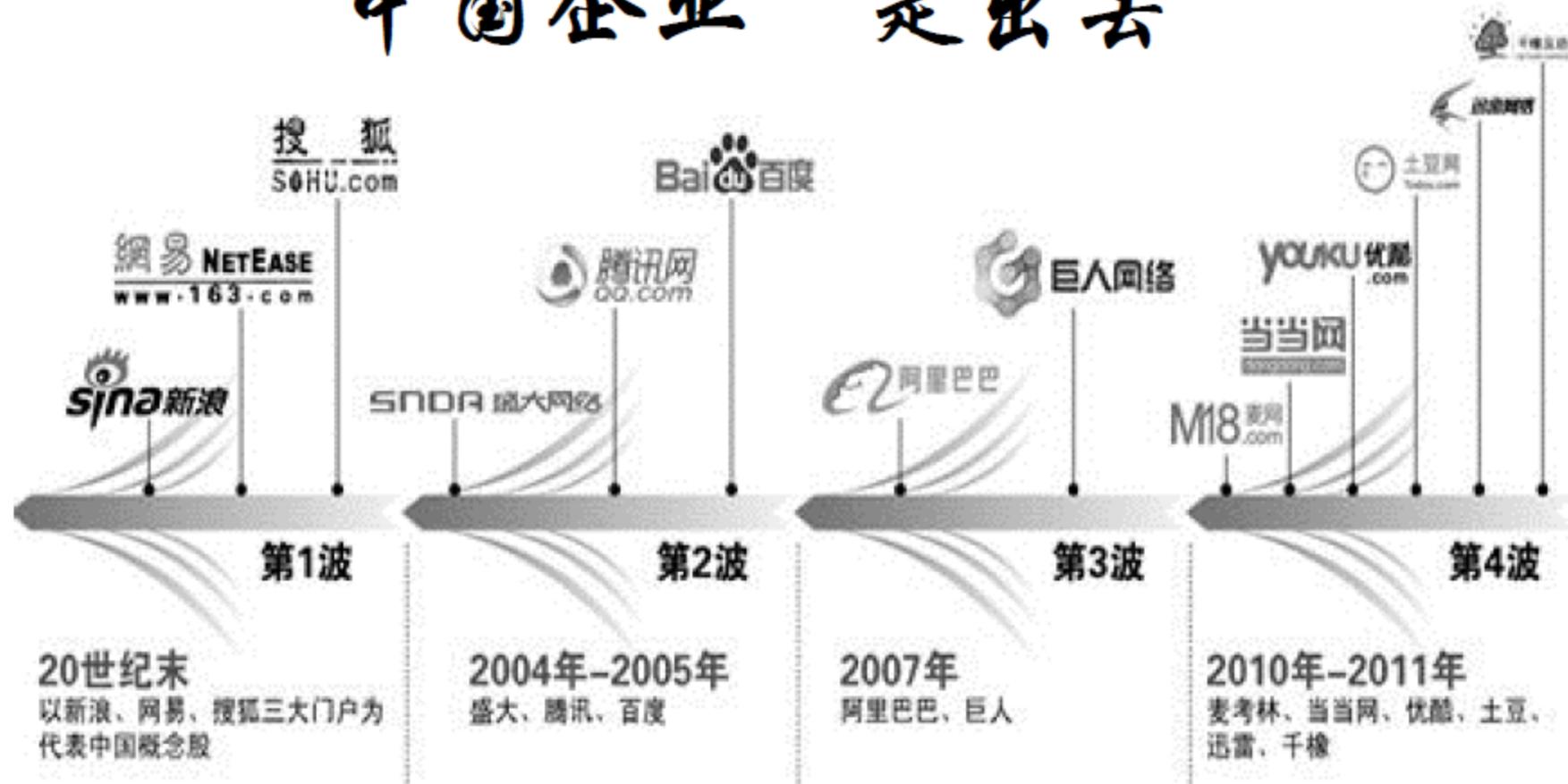
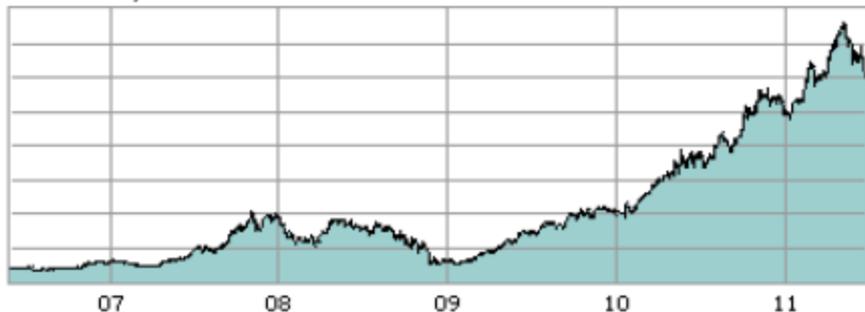


图 10-10 德国商业银行的收入构成

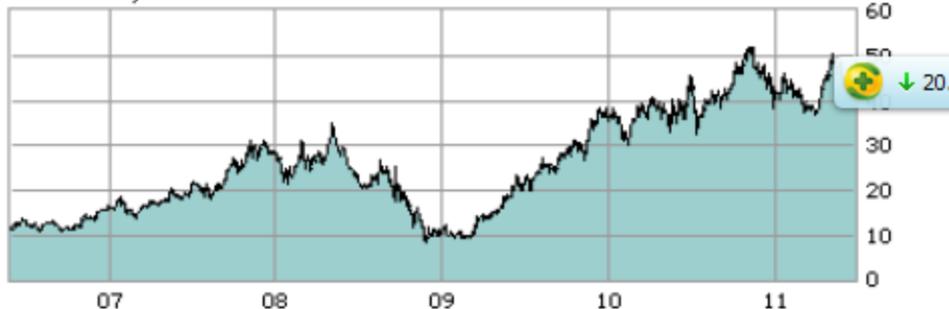
中国企业“走出去”



BIDU Daily



CTRP Daily

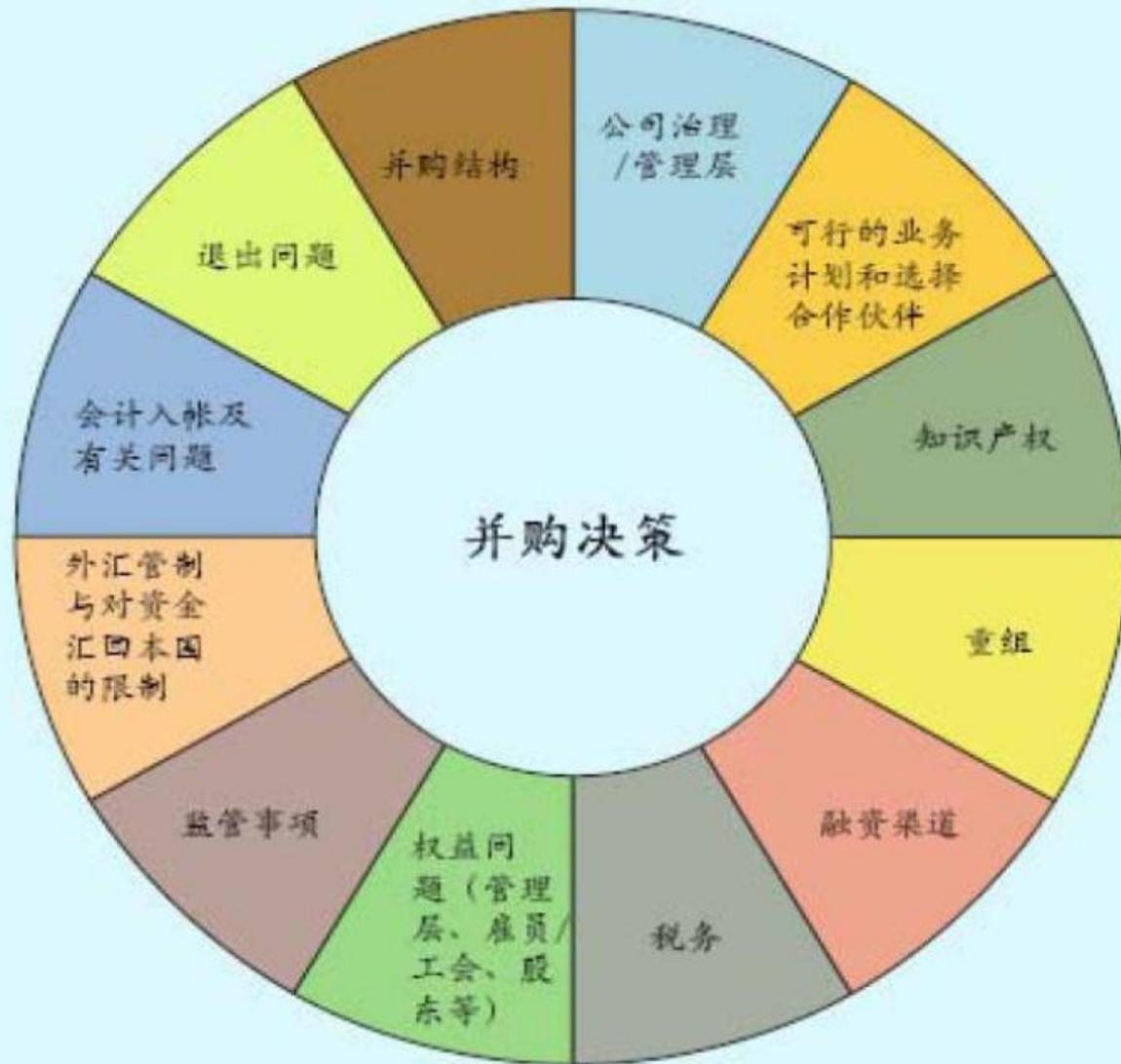


中国概念股海外暴跌(黑色星期二)

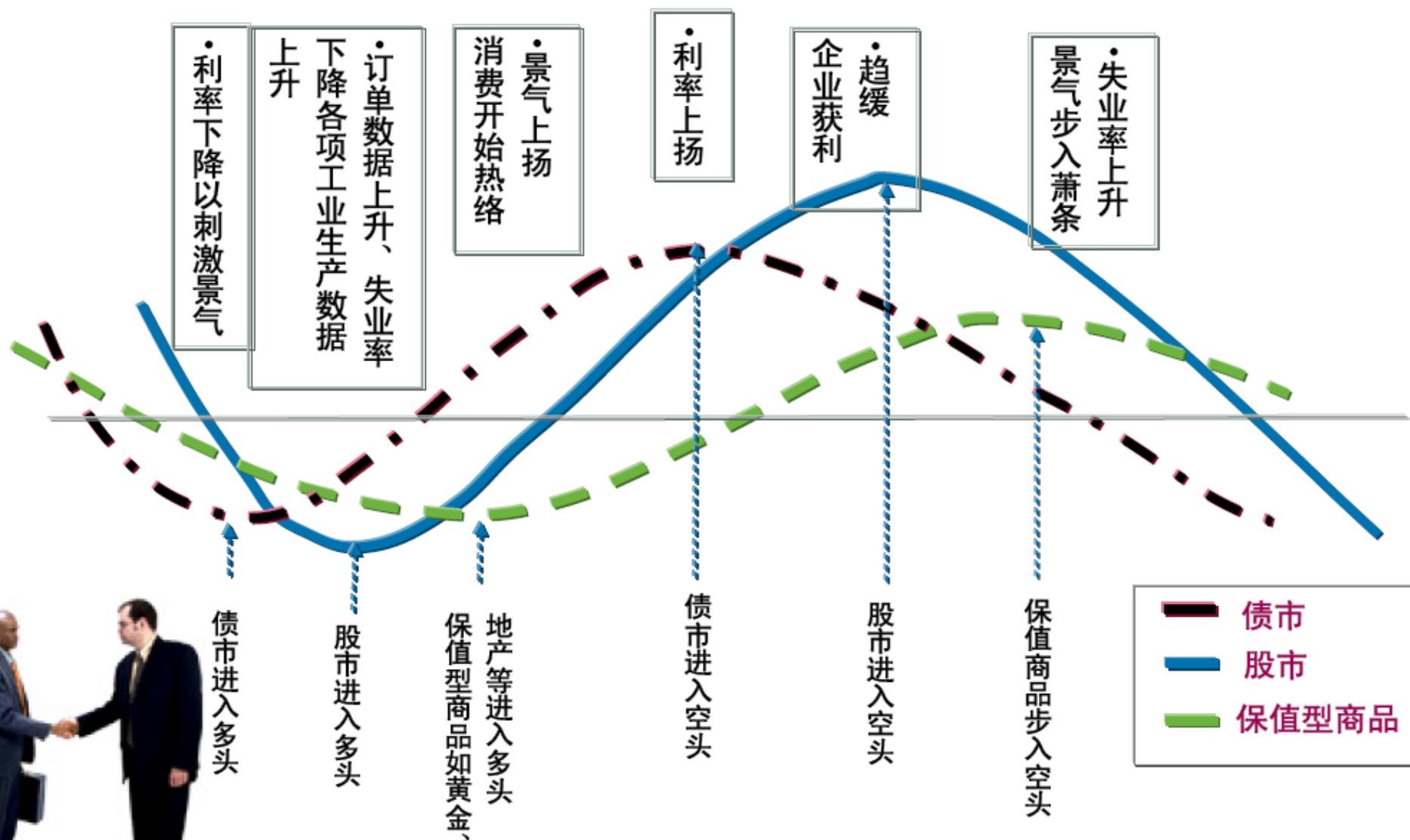
公司名称	股票代码	昨收盘	最新价	涨跌额及涨跌幅		市值	公司名称	股票代码	昨收盘	最新价	涨跌额及涨跌幅		市值
高德软件	AMAP	16.04	15.82	↓0.22	↓1.37%	744.62M	九城	NCTY	7.39	7.36	↓0.03	↓0.41%	187.77M
珠海炬力	ACTS	2.33	2.36	↑0.03	↑1.29%	169.38M	网易	NTES	40.67	41.47	↑0.80	↑1.97%	5.39B
航美传媒	AMCN	7.26	7.00	↓0.26	↓3.58%	459.12M	完美时空	PWRD	23.24	22.87	↓0.37	↓1.59%	1.15B
亚信科技	ASIA	20.99	20.77	↓0.22	↓1.05%	1.56B	侨兴移动	QXM	4.83	4.92	↑0.09	↑1.86%	260.83M
百度	BIDU	118.50	117.68	↓0.82	↓0.69%	41.01B	新浪	SINA	88.33	91.09	↑2.76	↑3.12%	5.58B
易车网	BITA	11.37	11.18	↓0.19	↓1.68%	139.66M	中芯国际	SMI	3.95	3.92	↓0.03	↓0.76%	2.02B
蓝讯通信	CCIH	22.17	21.69	↓0.48	↓2.17%	523.05M	盛大网络	SNDA	39.74	39.93	↑0.19	↑0.48%	2.30B
中华网软件	CDCS	6.65	6.58	↓0.07	↓1.05%	184.04M	搜狐	SOHU	82.66	85.76	↑3.10	↑3.75%	3.25B
中华网投资集团	CHINA	3.28	3.24	↓0.04	↓1.22%	113.99M	展讯通信	SPRD	22.91	23.21	↑0.30	↑1.31%	1.10B
昌荣传播	CHRM	10.48	10.45	↓0.03	↓0.29%	408.82M	无锡尚德	STP	9.08	8.91	↓0.17	↓1.87%	1.60B
德信无线	CNTF	4.12	4.16	↑0.04	↑0.97%	203.81M	永新视博	STV	6.88	6.88	0.00	0.00%	401.27M
CRIC	CRIC	7.85	7.30	↓0.55	↓7.01%	1.05B	UT斯达康	UTSI	2.18	2.19	↑0.01	↑0.46%	330.00M
携程网	CTRP	41.60	41.46	↓0.14	↓0.34%	5.94B	中星微	VIMC	3.22	3.24	↑0.02	↑0.62%	119.90M
畅游	CYOU	37.11	37.74	↑0.63	↑1.70%	3.93B	华视传媒	VISN	4.58	4.69	↑0.11	↑2.40%	397.39M
当当网	DANG	28.72	27.26	↓1.46	↓5.08%	N/A	文思创新	VIT	35.37	34.98	↓0.39	↓1.10%	1.56B
正保远程教育	DL	4.36	4.38	↑0.02	↑0.46%	149.94M	侨兴环球	XING	2.65	2.78	↑0.13	↑4.91%	251.97M
新东方	EDU	100.00	98.36	↓1.64	↓1.64%	3.77B	新华悦动传媒	XSELD	1.85	1.72	↓0.13	↓7.02%	10.78M
							优酷网	YOKU	30.98	30.52	↓0.46	↓1.48%	3.14B

注：6月2日美刮起中国企业“造假风波”

中国企业“走出去”战略

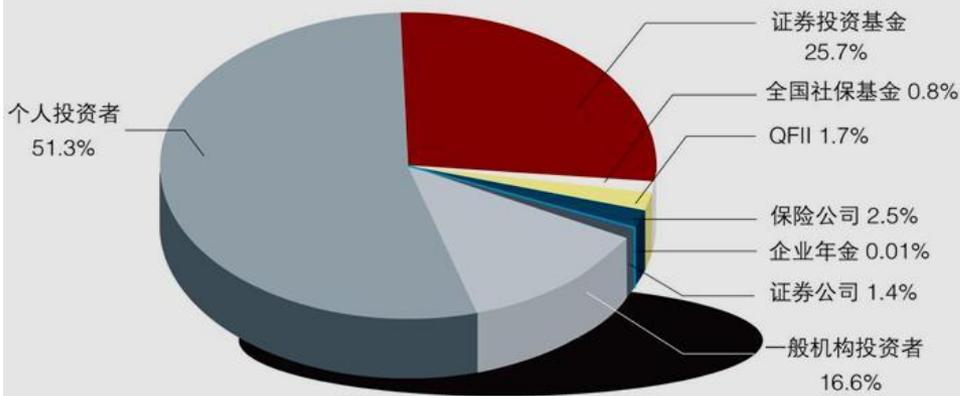


华尔街的投资策略

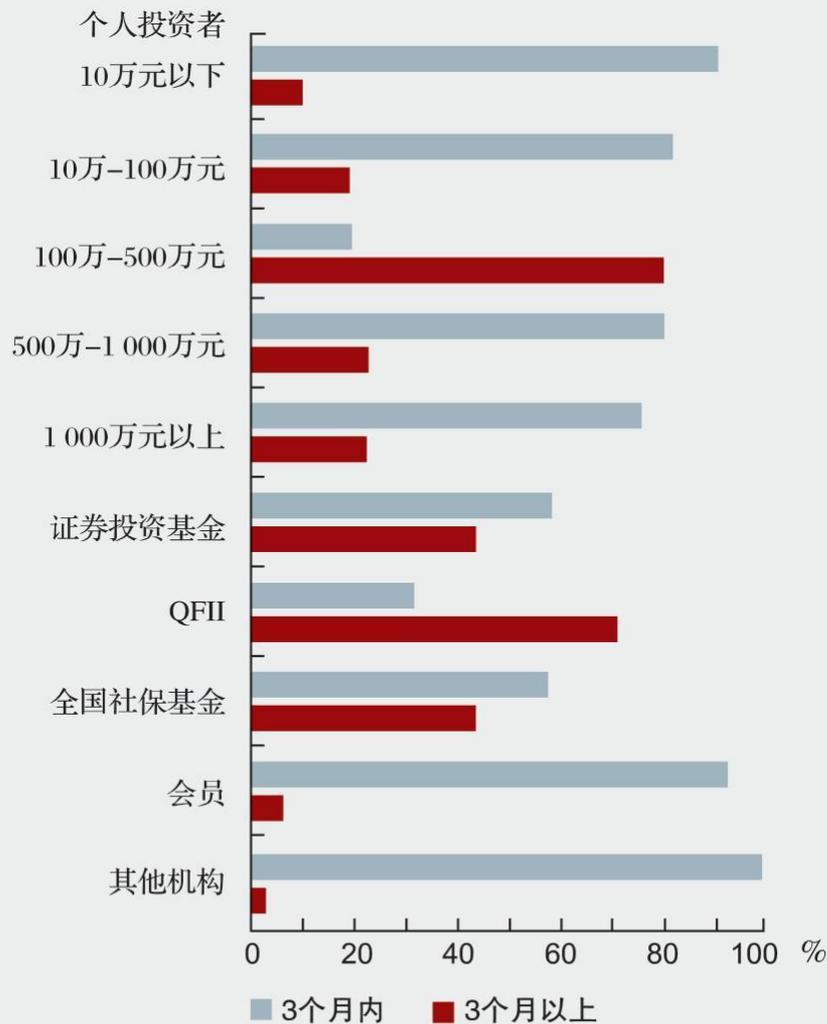


投资专业化会让市场变得更理性吗？

市场换手率



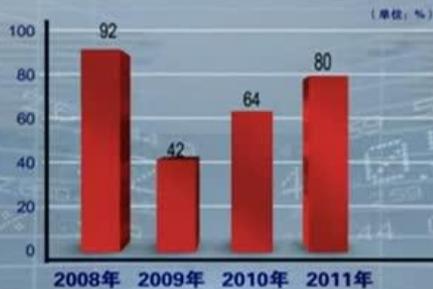
2007 年底股票市场投资者的市场份额



2007 年 1 - 3 月上海证券交易所市场投资者持股期限结构分布



上交所投资者亏损比例



深圳 阴转雨 5-10℃ 小雨-中雨 8-10℃ 大连 晴天 -1-6℃ 厦门



深、沪交易所就退市制度公开征求意见

4月29日

深交所发布《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》

上海证券交易所发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》



深圳证券交易所

新增和变更7项退市条件

净资产为负

营业收入低于1000万元人民币

年度审计报告为否定意见或无法表示意见

公司暂停上市后未在法定期限内披露年度报告

股票累计成交量过低

不适用于仅发行B股上市公司

股票成交价格连续低于面值

连续受到交易所公开谴责

不适用于主板上市公司



上海证券交易所

新增8项退市条件

净资产连续两年为负

营业收入连续四年低于1000万元

年度财务报告连续三年被会计师事务所出具否定意见或无法表示意见

因财务指标触及规定的标准被暂停上市后，最近一年的财务报告被会计师事务所出具无法出具意见或否定意见

连续120个交易日累计股票成交量低于500万股

不含停牌交易日

连续30个交易日每日收盘价均低于股票面值

不适用于仅发行B股上市公司

因净资产指标被予以退市风险警示，或者因净利润指标被暂停上市后，其后一年扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负

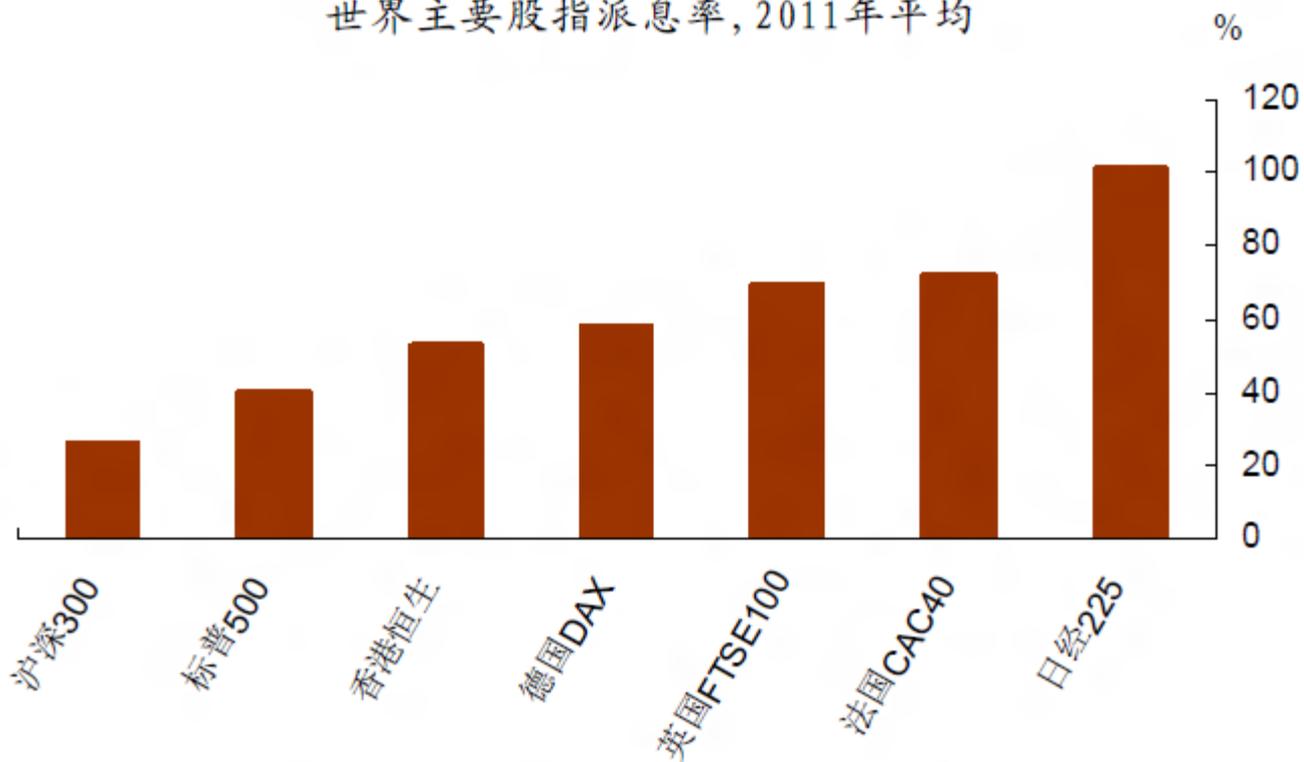
公司暂停上市后，未在规定的30个交易日内提交补充说明或者相关材料



谁吞噬了资本市场的奶酪？

中国股市派息率偏低

世界主要股指派息率, 2011年平均



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

注: 派息率为派息总数/同年总盈利

中国股市印花税率的数次调整

©EG365



	日期	发行安排
T-6	2012年7月20日 (周五)	刊登《初步询价及推介公告》、《首次公开发行股票并在创业板上市提示公告》
T-5	2012年7月23日 (周一)	初步询价(通过网下发行电子平台)、现场推介(上海)
T-4	2012年7月24日 (周二)	初步询价(通过网下发行电子平台)、现场推介(深圳)
T-3	2012年7月25日 (周三)	初步询价(通过网下发行电子平台)、现场推介(北京); 初步询价截止日(截止时间为15:00时)
T-2	2012年7月26日 (周四)	确定发行价格、可参与网下申购的配售对象名单及有效申报数量; 刊登《网上路演公告》
T-1	2012年7月27日 (周五)	刊登《发行公告》、《投资风险特别公告》; 网上路演
T	2012年7月30日 (周一)	网下申购缴款日(9:30-15:00; 有效到账时间15:00之前); 网上发行申购日(9:30-11:30, 13:00-15:00); 网下申购资金验资; 网下发行配号; 确定是否启动回拨机制
T+1	2012年7月31日 (周二)	网上申购资金验资; 网下发行摇号抽签
T+2	2012年8月1日 (周三)	刊登《网下摇号抽签及配售结果公告》、《网上中签率公告》; 网上发行摇号抽签; 网下申购多余款项退还
T+3	2012年8月2日 (周四)	刊登《网上中签结果公告》; 网上申购资金解冻, 网上申购多余款项退还

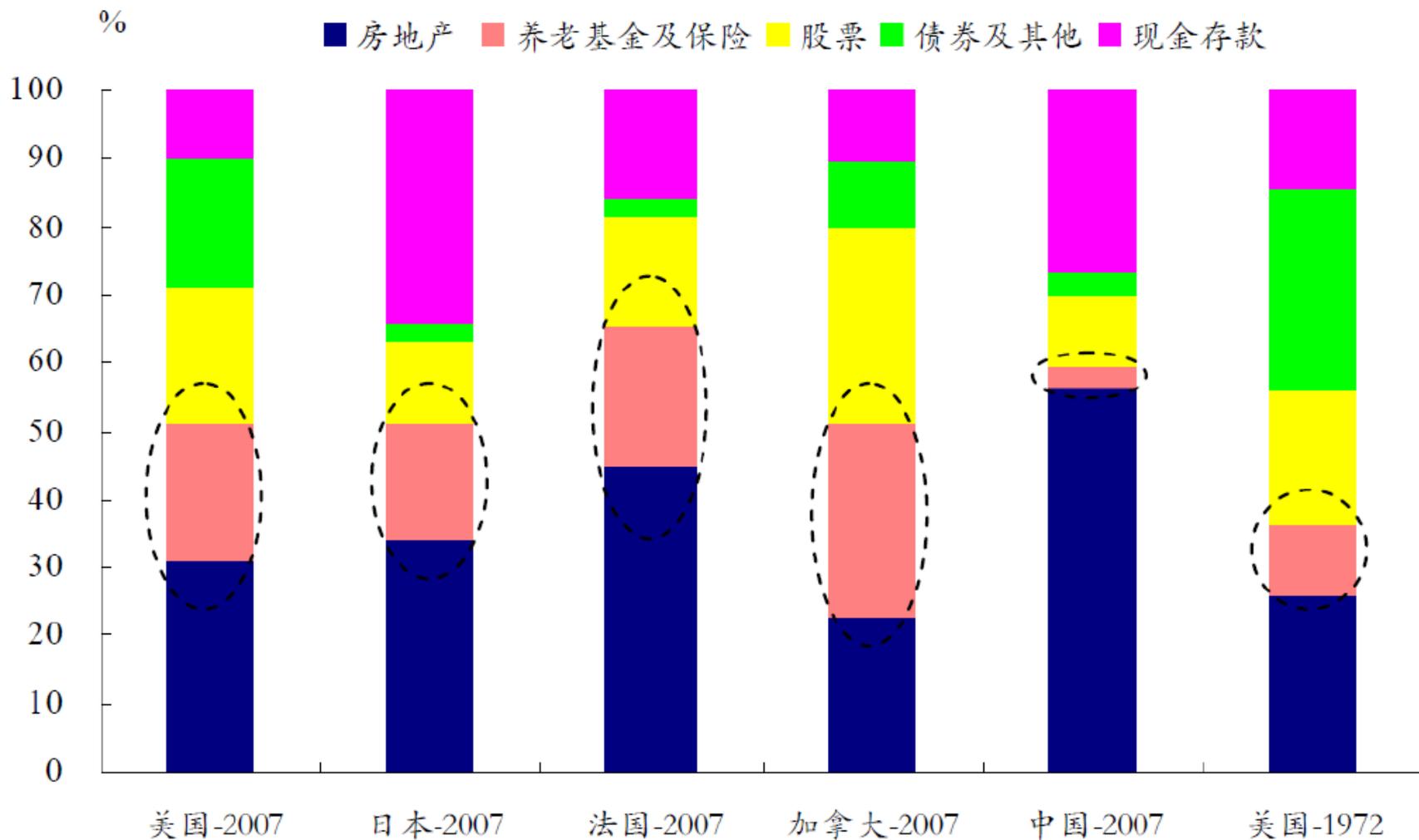
历次印花税调整后股市表现

印花税调整时间	调整前	调整后	调整	沪指当天表现	沪指一个月以后表现	沪指三个月以后表现
1990/7/1	开征印花税					
1991/10/10	0.6%	0.3%	-0.3%	1.00%	22.26%	59.60%
1992/6/12	印花税收归中央			-0.56%	0.88%	-34.12%
1997/5/10	0.3%	0.5%	0.2%	0.00%	-13.11%	-17.80%
1998/6/12	0.5%	0.4%	-0.1%	2.65%	0.96%	-9.62%
1999/6/1	0.4%	0.3%	-0.1%	2.52%	22.00%	25.03%
2001/11/16	0.3%	0.2%	-0.1%	1.57%	3.34%	-7.08%
2005/1/24	0.2%	0.1%	-0.1%	1.73%	6.08%	-5.60%
2007/5/30	0.1%	0.3%	0.2%	-6.50%	-11.86%	19.22%
2008/4/24	0.3%	0.1%	-0.2%	9.29%	5.94%	-12.60%
2008/9/19	单边征收0.1%			9.46%	1.84%	6.47 + 1.4% 0.5 0x/5
2012/8/2	研究降低印花税			-0.57%	?	?

资料来源：东北证券 WIND

“有钱不敢消费”

居民财富分解



征信、定价能力与消费者信贷规模

图1 个人信贷结构的国际比较(2002)

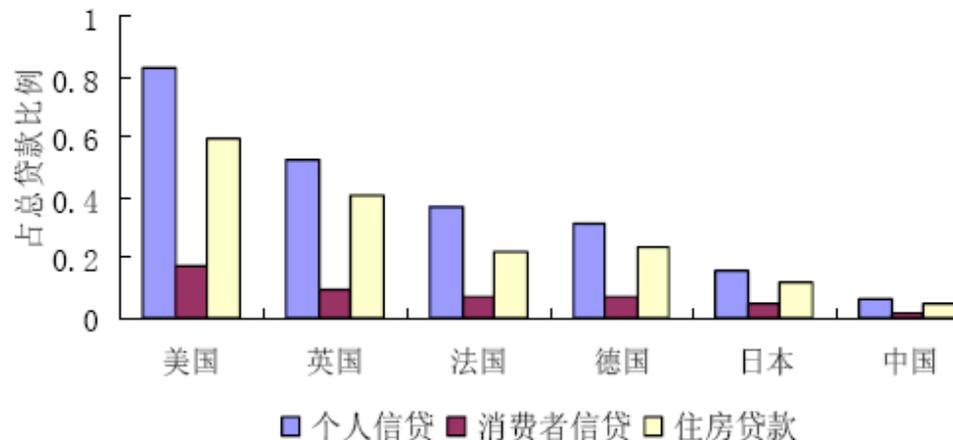
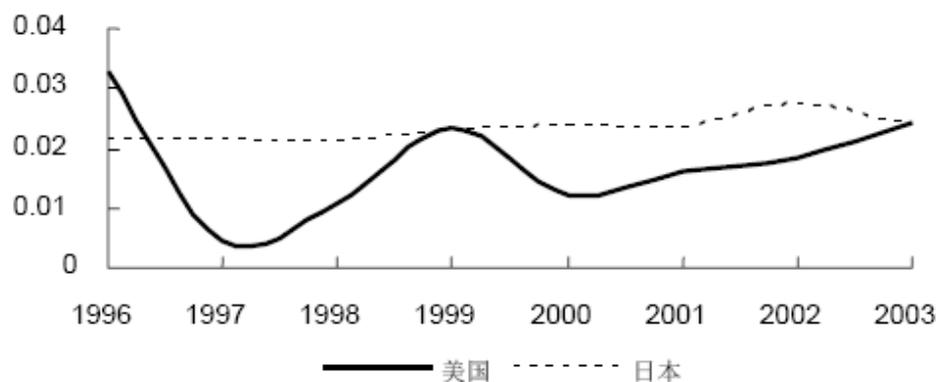
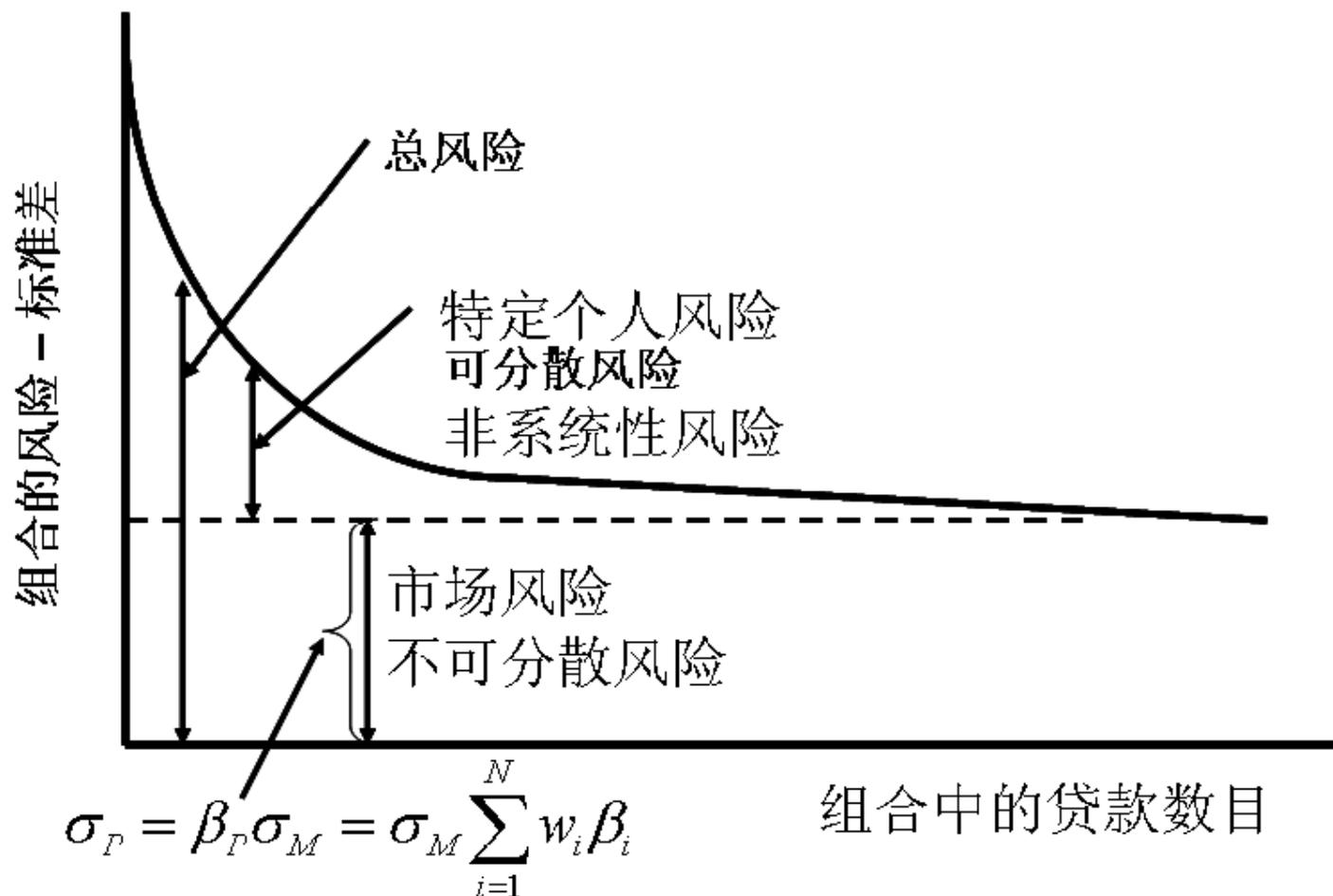


图2 消费者信贷利率与基准利率的差额

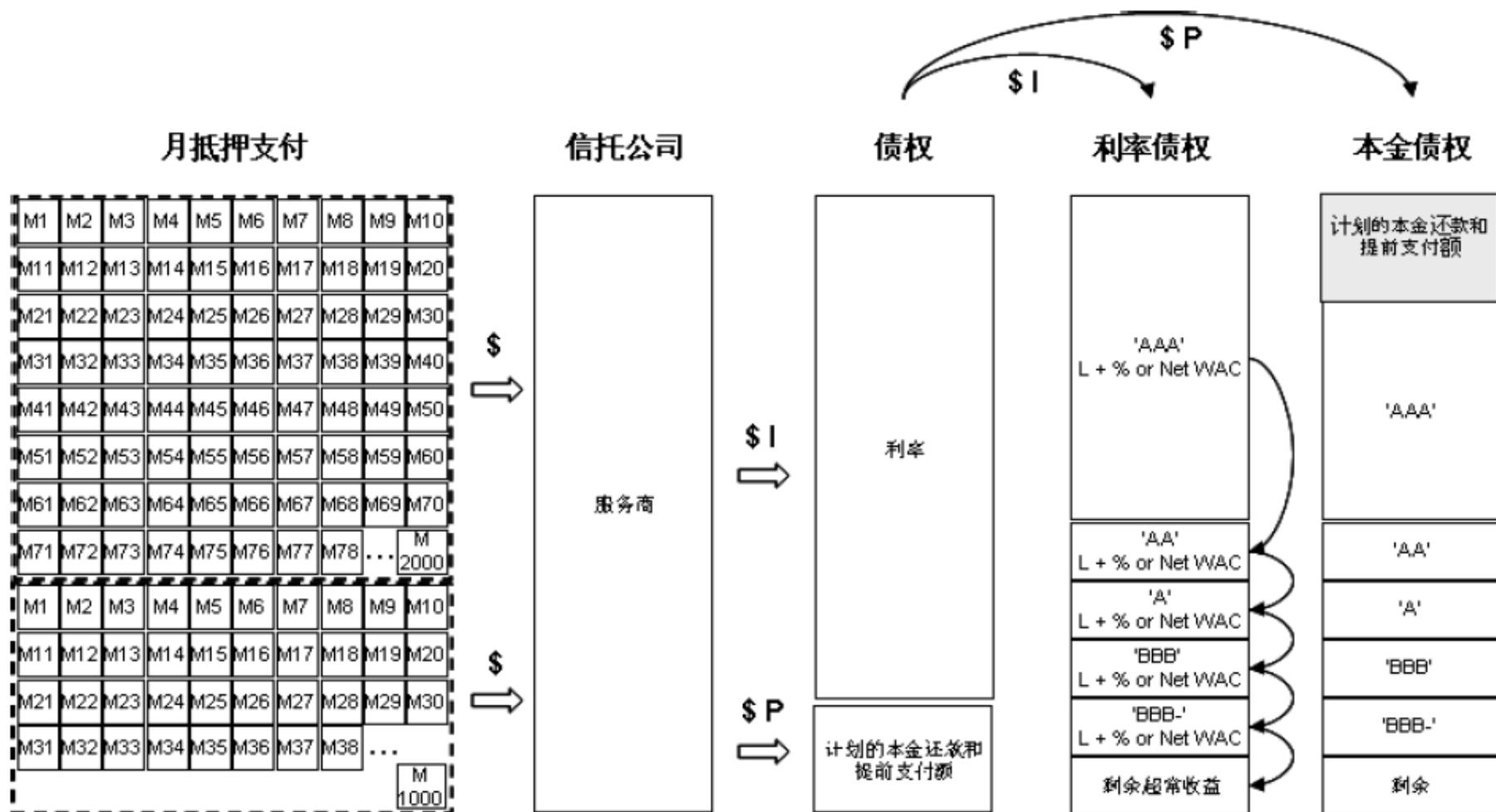


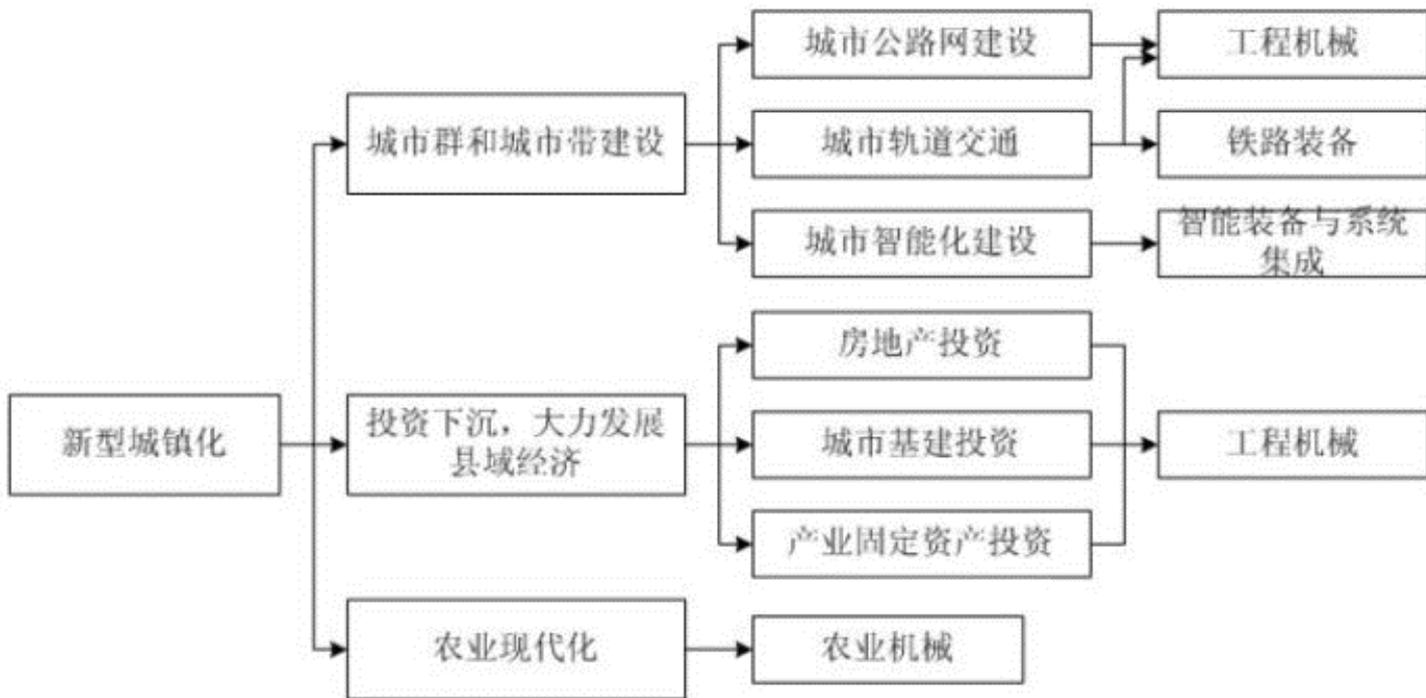
	人口	个人信用报告份数(单位: 百万份)	征信覆盖率
美国	275,423,000	270	100%
德国	81,168,000	55	67%
英国	59,756,000	60	100%

个人信贷业务扩张和风险分散

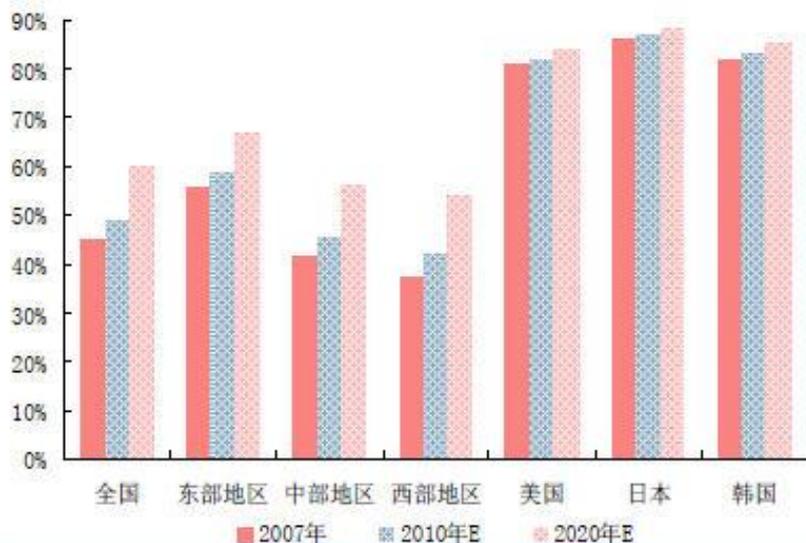


次级债(RMBS)的设计原理





我国同发达国家城镇化率比较



资料来源: 国家统计局 中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

中央经济工作会议 强调 做好2013年经济工作的六个必须

12月15日至16日
中央经济工作会议
在北京举行

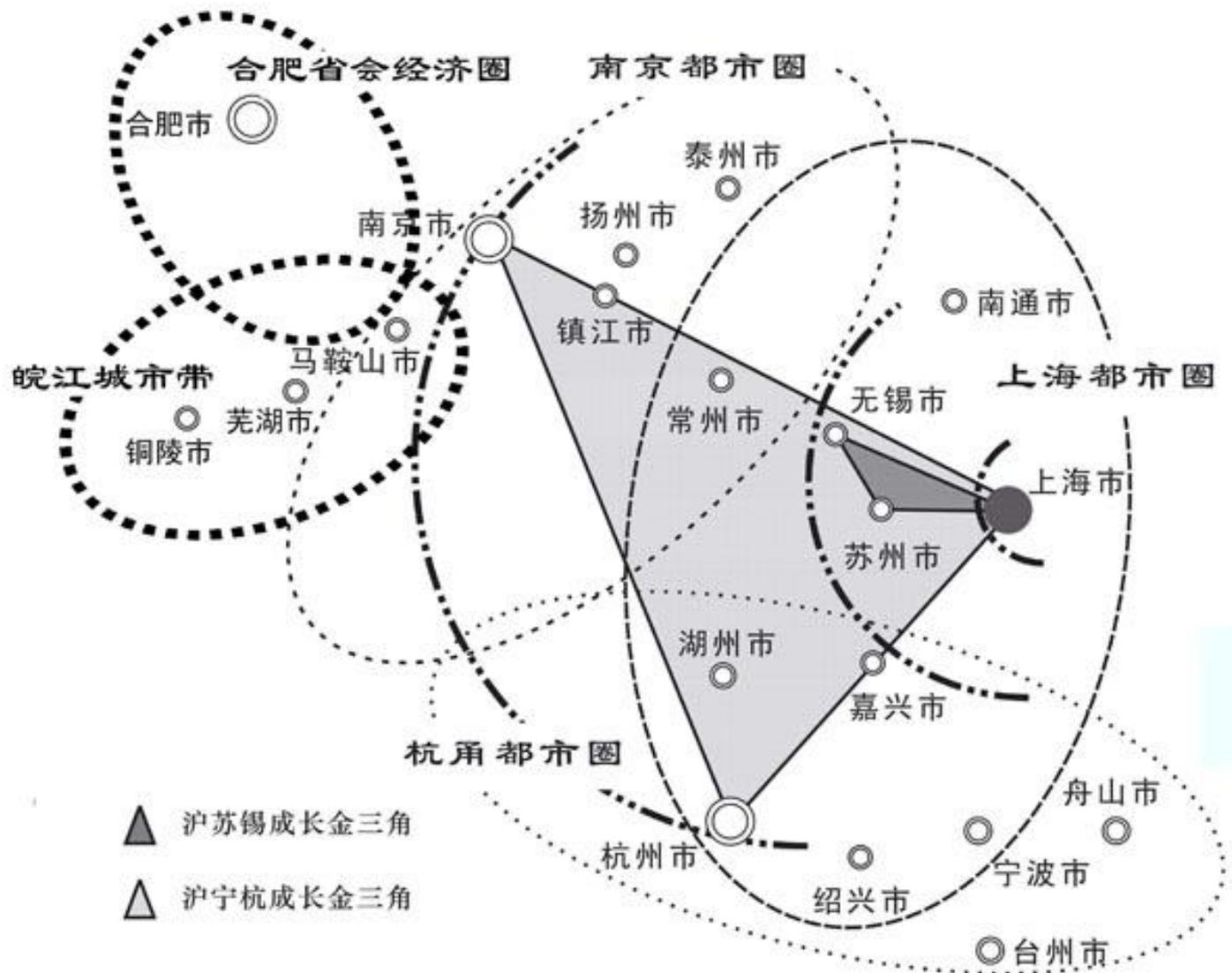
会议强调
做好明年经济工作
必须

- 1. 加快调整经济结构, 转变经济发展方式, 使经济持续健康发展建立在扩大内需的基础上
- 2. 毫不放松抓好“三农”工作, 推动城乡一体化发展
- 3. 坚持实施科教兴国战略, 增强经济社会发展核心支撑能力
- 4. 坚持把人民利益放在第一位, 进一步做好保障和改善民生工作, 使发展成果更多、更公平惠及全体人民
- 5. 全面深化改革, 坚决破除一切妨碍科学发展的思想观念和体制机制障碍
- 6. 实施更加积极主动的开放战略, 创建新的竞争优势, 全面提升开放型经济水平

新华社记者 张帆 林汉勇 摄

让“无序竞争”走向“有序竞争”

泛长三角经济区核心城市框架示意图



财政政策殿后：10万亿地方政府债是否难以逾越？

L 我们是否夸大了中国地方政府债务的严重性？

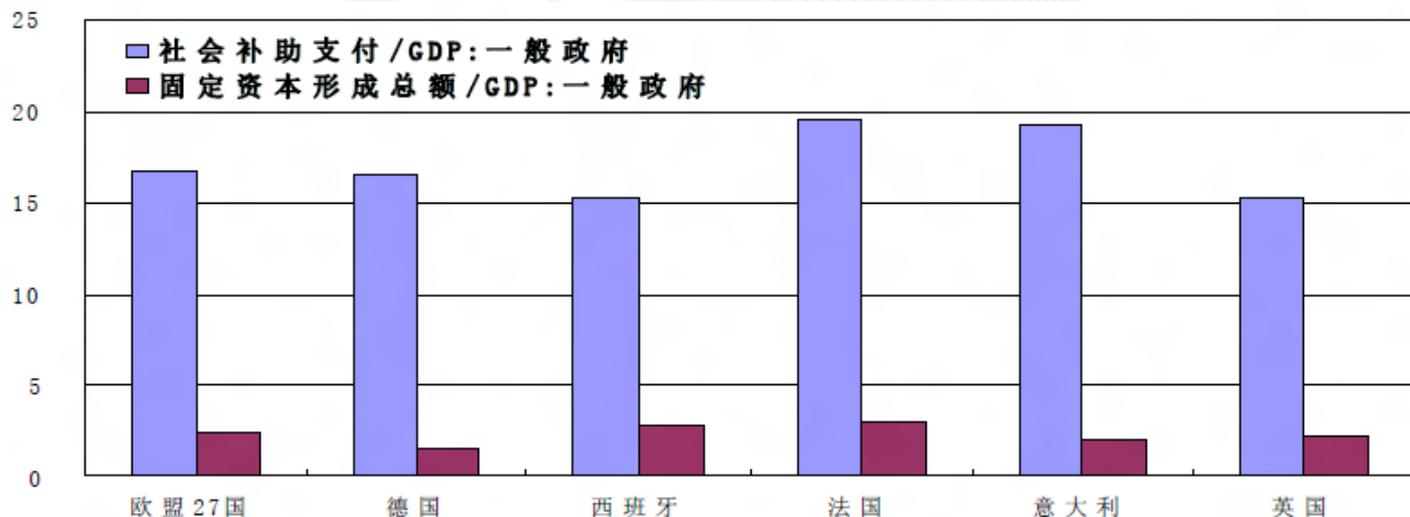
- 1、毕竟相当一部分地方债务后面，都有抵押资产；
- 2、毕竟相当一部分债务后面，或者现在可以现金流覆盖，或者将来有可能可以现金流覆盖

L 中国的地方债务问题，与希腊，与欧洲完全不一样！从中国地方政府的简明资产负债表可以看出，我们的债务，换的是投资，最终是资产。

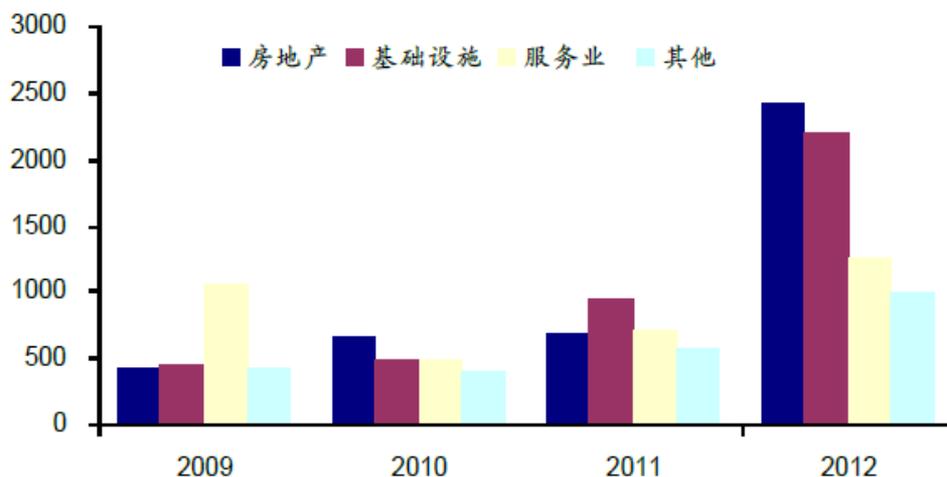
地方政府简明资产负债表	
资产方	负债方
地铁、高速公路、铁路 医院、体育场馆、保障房 水务、商业用地 国有股权等	平台贷款 城投债 社保缺口等

对比欧洲政府的债务：欧洲无资产支持和对应

- 欧洲政府的债务背后无资产的支持：2011年欧盟27国的政府支出，一般政府的社会补助支出/GDP比重在16%左右，而固定资本形成总额/GDP比重则仅为3%左右，明显体现了欧洲福利性支出比重高，建设性支出比重低的特点。
- 偿债能力必是天壤之别：**在经济增长甚至通货膨胀中，中国的地方政府因为手中有资产，偿债能力是大幅上升的。而欧洲如希腊缺乏资产的政府的创收能力严重不足，难以偿还福利性支出所形成的政府债务。

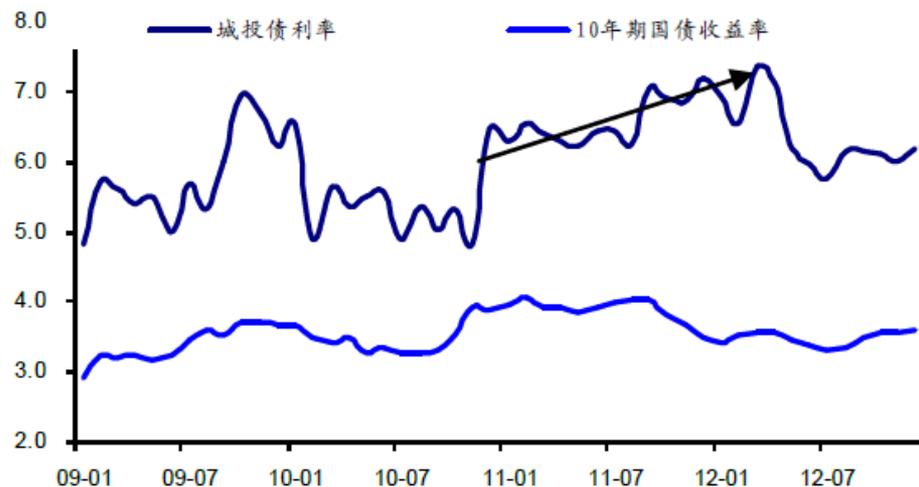


2012年城投债中房地产和基建类大幅上行(亿人民币)



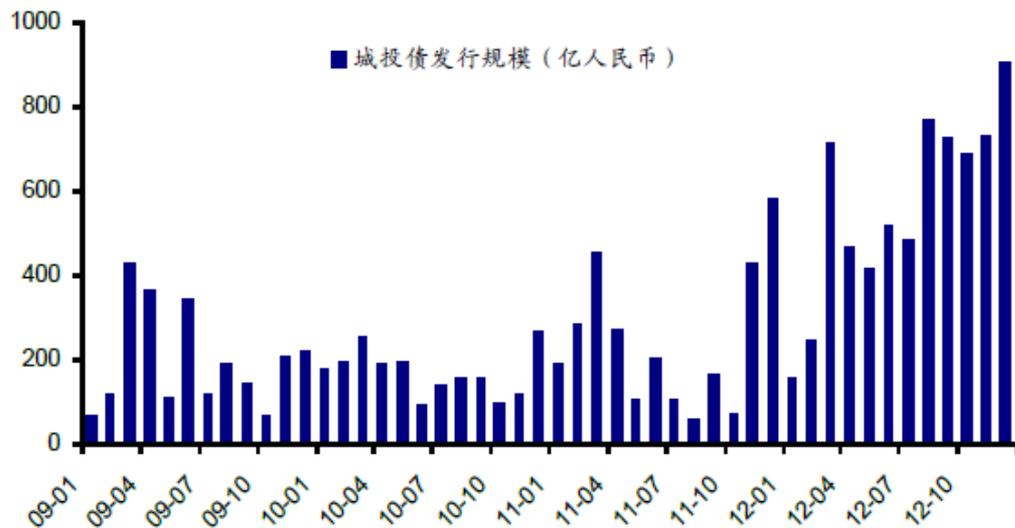
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

城投债的融资成本有所抬升(%)



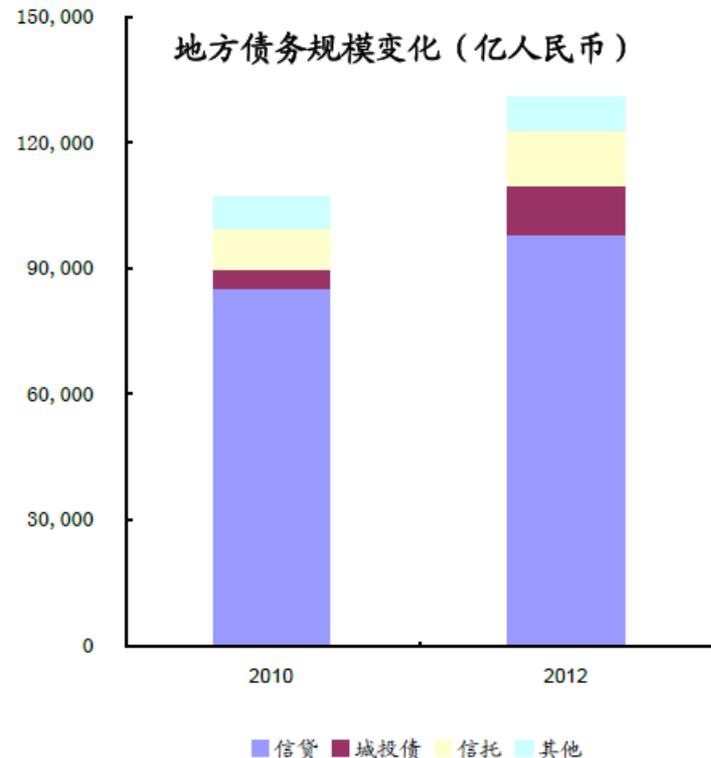
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

城投债发行规模确实在加快



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

地方债务规模变化(亿人民币)



信贷 城投债 信托 其他

我国社保基金各类别

	基本养老保险		补充养老保险	财政划拨
	社会统筹基金	个人账户基金	企业年金	全国社会保障基金
主要资金来源	企业缴费	部分企业缴费和职工个人缴费	企业额外缴费与职工个人缴费	国有股减持、财政拨款等
资金运作	现收现付制	完全积累制	完全积累制	绝大部分积累，部分用于调剂
主要功能	用于当期养老金的支出和调剂	用于职工本人退休后使用	用于职工本人退休后使用	弥补当年基金缺口
地位	作为基本养老保险，是职工退休后的基本生活保障		基本养老金之外的附加养老金，且具有自愿性	基本养老保险之外的附加养老金，补充调剂
收益与风险配比	没有积累，不投资	投资的安全性要求较高	更注重投资的收益性	安全性和收益性介于个人账户基金和企业补充保障基金之间

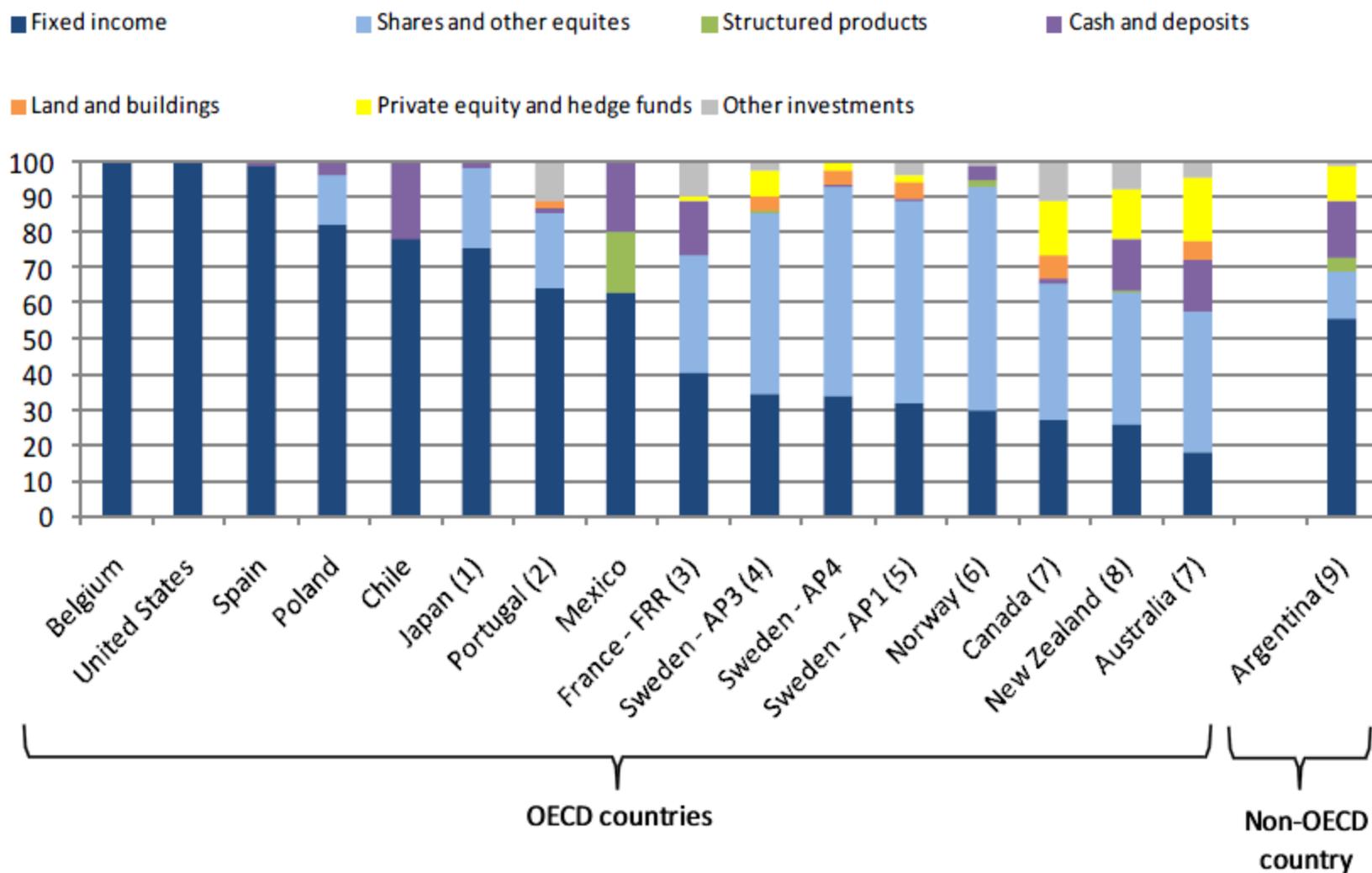
数据来源：国泰君安证券研究

美国的三支柱养老保障模式

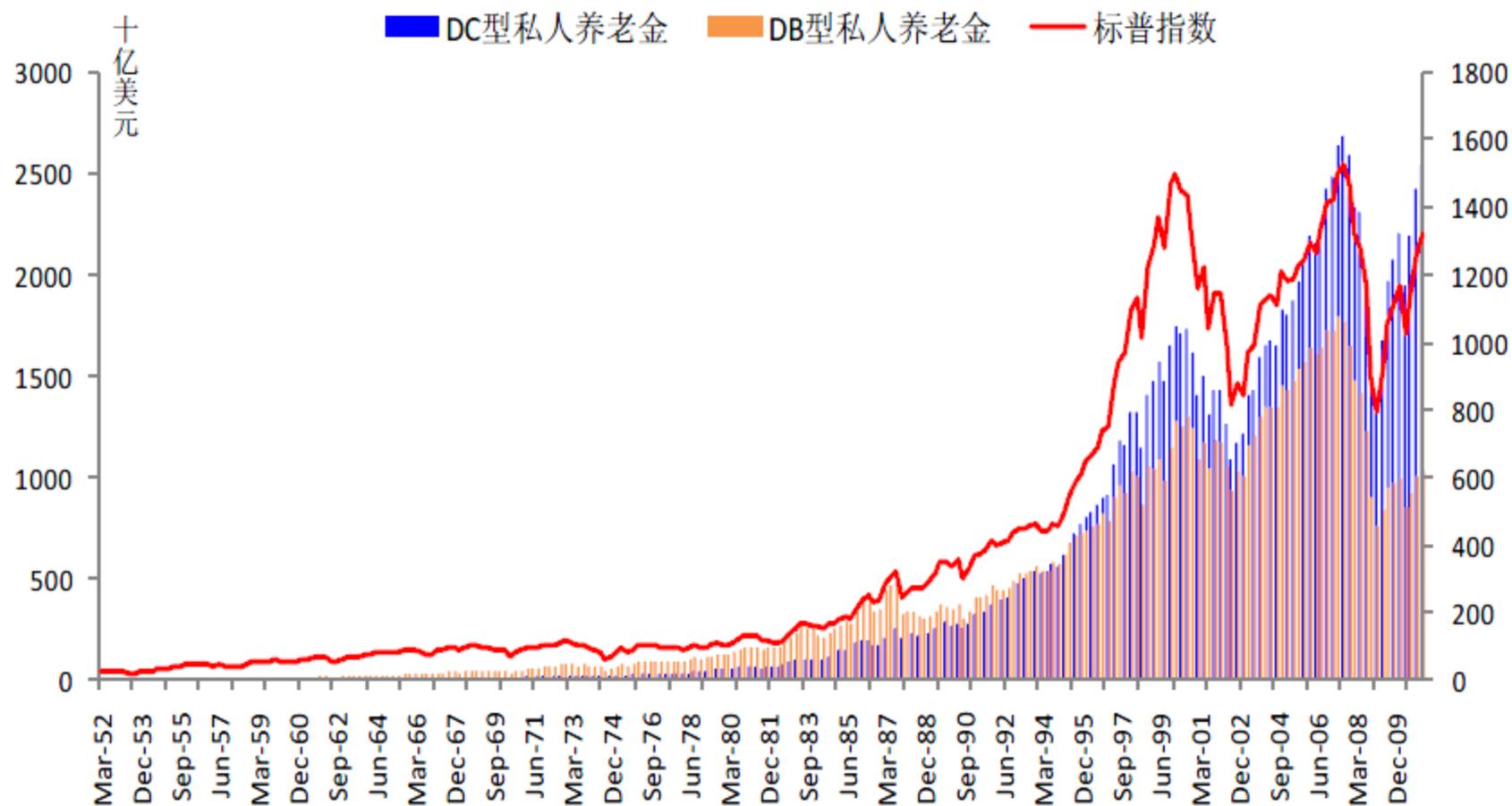
	社会养老保险计划	雇主养老金计划	个人退休金计划
特点	强制性 广覆盖、低水平	自愿性 私有性	自愿性 私有性
筹资	主要来自工薪税	雇主支付(DB); 雇员支付或雇主共同支付(DC)	雇员支付
支付方式	现收现付制	基金积累制	基金积累制

数据来源：国泰君安证券研究

公共养老储备基金投资各类资产的比例

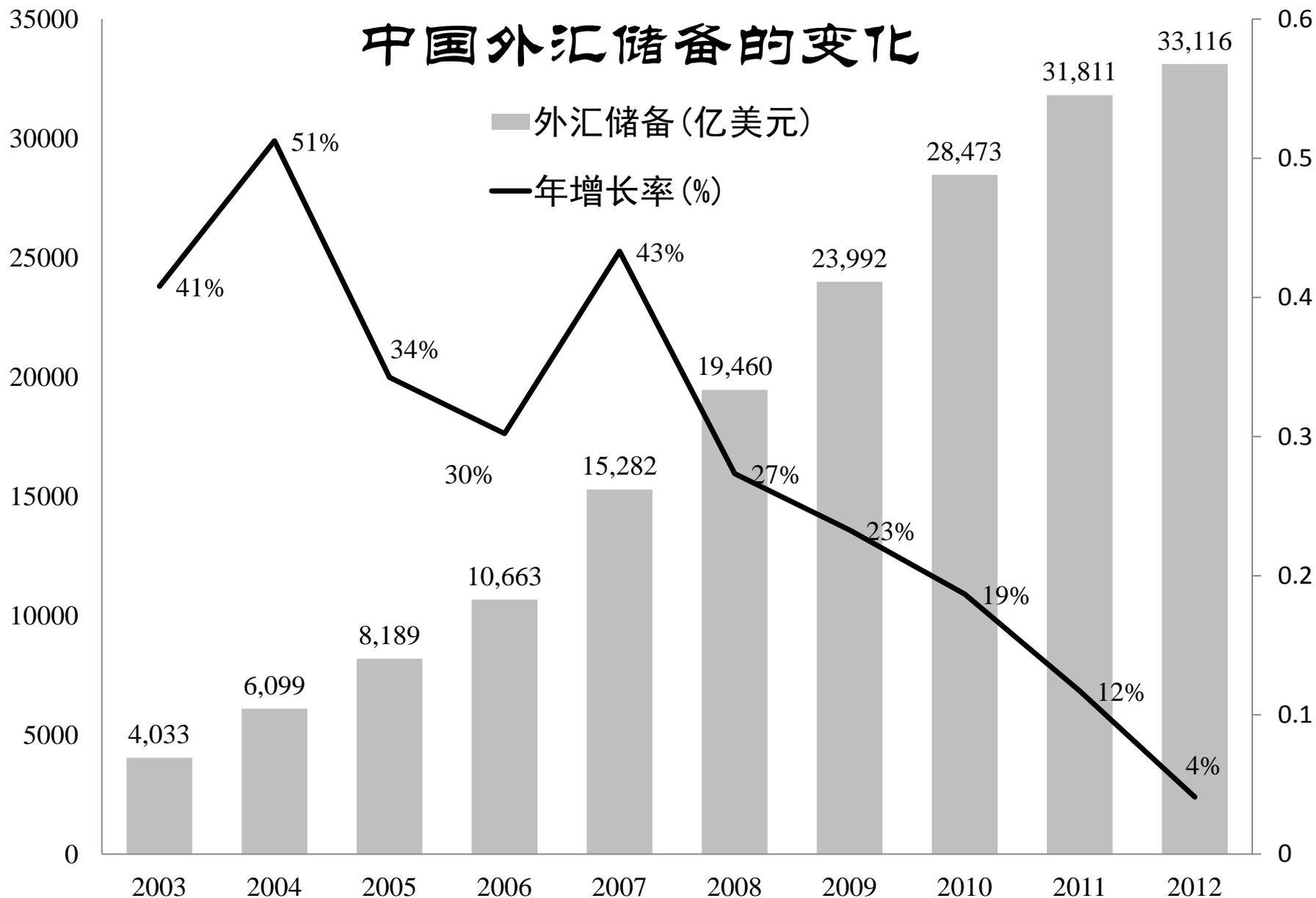


美国私人养老金资产和股市之间的互动



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券研究

中国外汇储备的变化



数据来源：国家计委、国家统计局、国家信息中心

The Characteristics of SWFs 特征

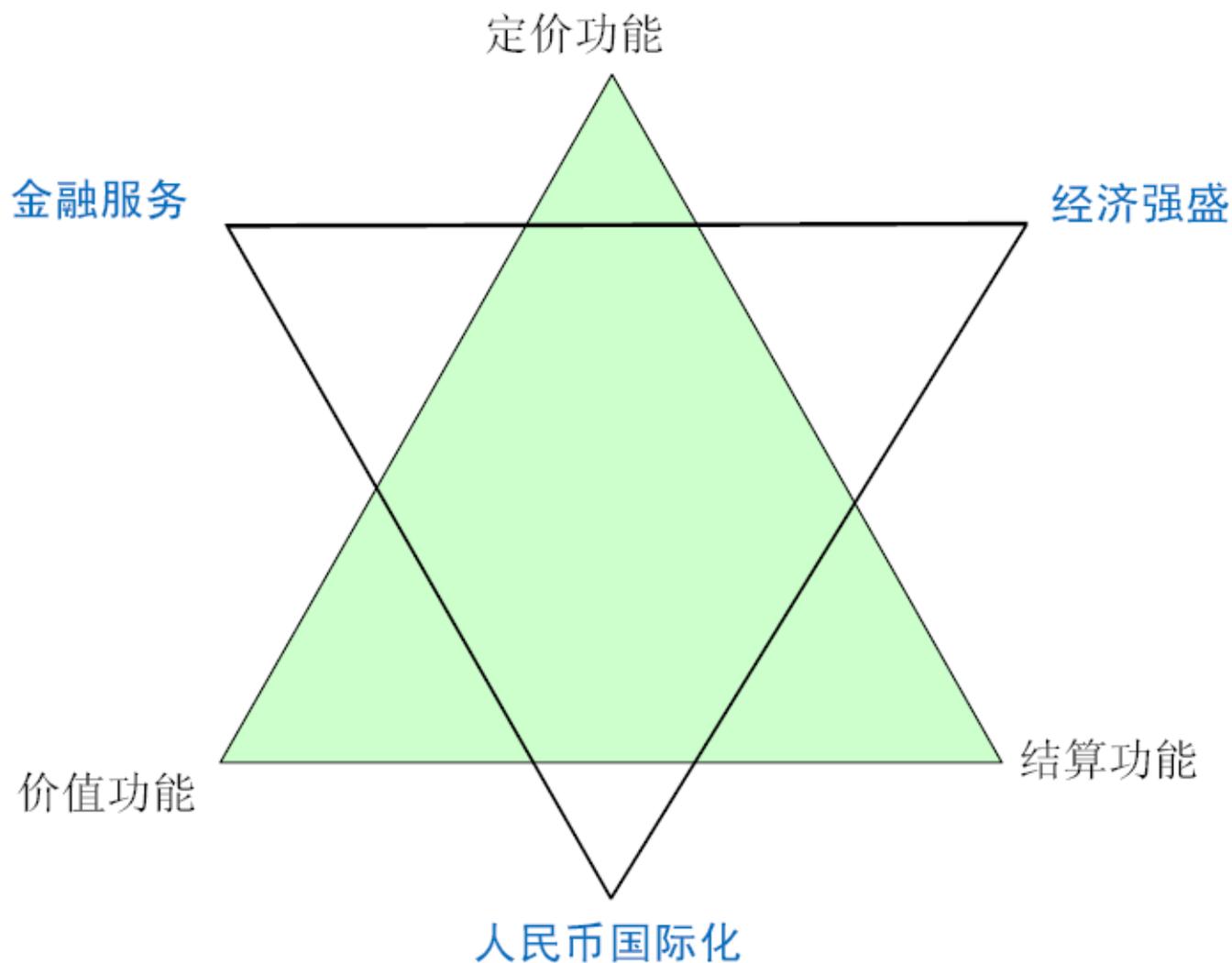
- Five types of SWFs 类型:
 - stabilization funds 稳定式基金(高价补贴)
 - savings funds 储蓄基金 (防止资源枯竭的“荷兰病”)
 - reserve investment corporations 储备投资公司(保证储备资产的价值)
 - development funds 发展基金(用于产业发展资金)
 - contingent pension reserve funds 或有养老储备基金
- Characteristics of SWFs 特征
 - Multiple, overlapping, or changing over time 多重、交叉和随机应变的目的
 - different investment horizons and risk/return trade-offs 采用不同的投资期间(流动性)和收益与风险的匹配方法
 - SWFs are already sizeable and are projected to grow further. 规模很大并且越来越大
 - No uniform public disclosure of the assets, strategies, and governance 规范性参差不齐
 - no evidence on narrow political objectives 无发现政治动机

周小川为何发表超主权储备货币言论解析

新浪财经



人民币国际化任重道远

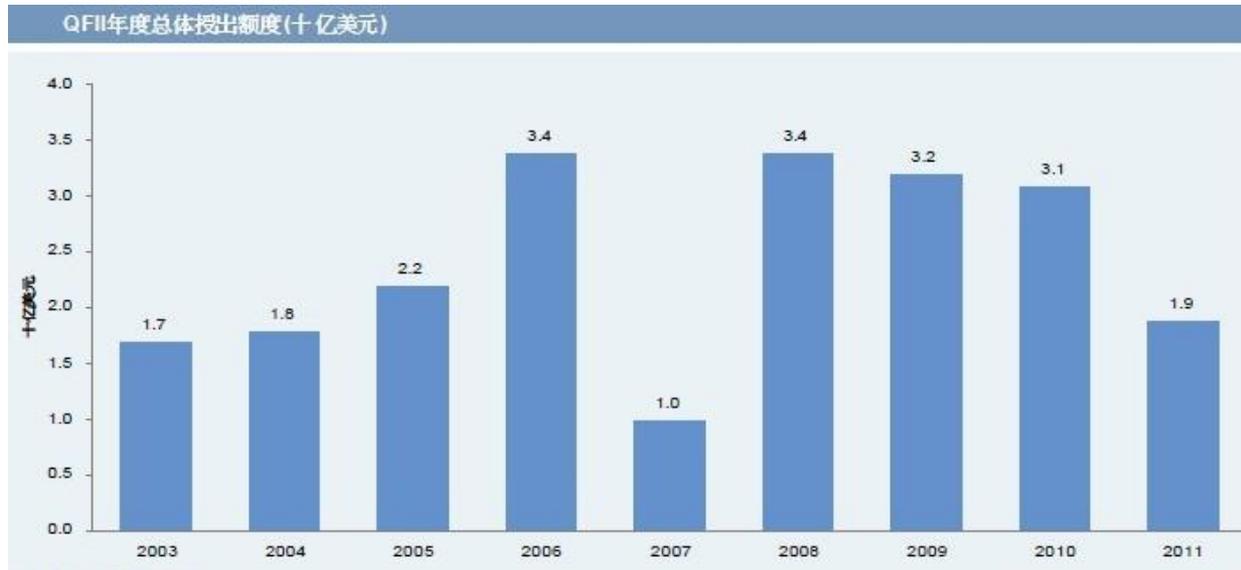


“十二五”时期上海国际金融中心建设主要预期指标

类别	序号	指标	2010 年	2015 年
金融市场规模	1	金融市场交易总额 ¹	386.2 万亿元	1000 万亿元左右
	2	债券托管余额	全球第 5 位	进入全球前 3 位
	3	黄金市场现货交易量	全球第 1 位	保持全球第 1 位
	4	金融衍生品交易量		进入全球前 5 位
	5	保险市场原保费收入 ²	695 亿元	1400 亿元左右
	6	银行卡跨行交易额	10 万亿元	25 万亿元左右

金融国际化程度	7	境外投资者规模	参与上海金融市场的境外投资者规模较小	参与上海金融市场的境外投资者规模显著扩大
	8	上海金融市场国际影响力	国际影响力总体较小	上海证券市场主要指数、大宗商品期货价格国际影响力显著提升
金融服务功能	9	金融市场直接融资额占社会融资规模比重	16.7%	22%左右
	10	管理资产规模	约 15 万亿元	30 万亿元左右
金融发展环境	11	金融从业人员	24.5 万人	32 万人左右
	12	金融发展环境的国际竞争力	国内领先	金融发展环境的国际竞争力明显增强，金融法律、税收、监管等与国际惯例接轨程度明显提高

人民币国际化的进展



资料来源：国家外汇管理局



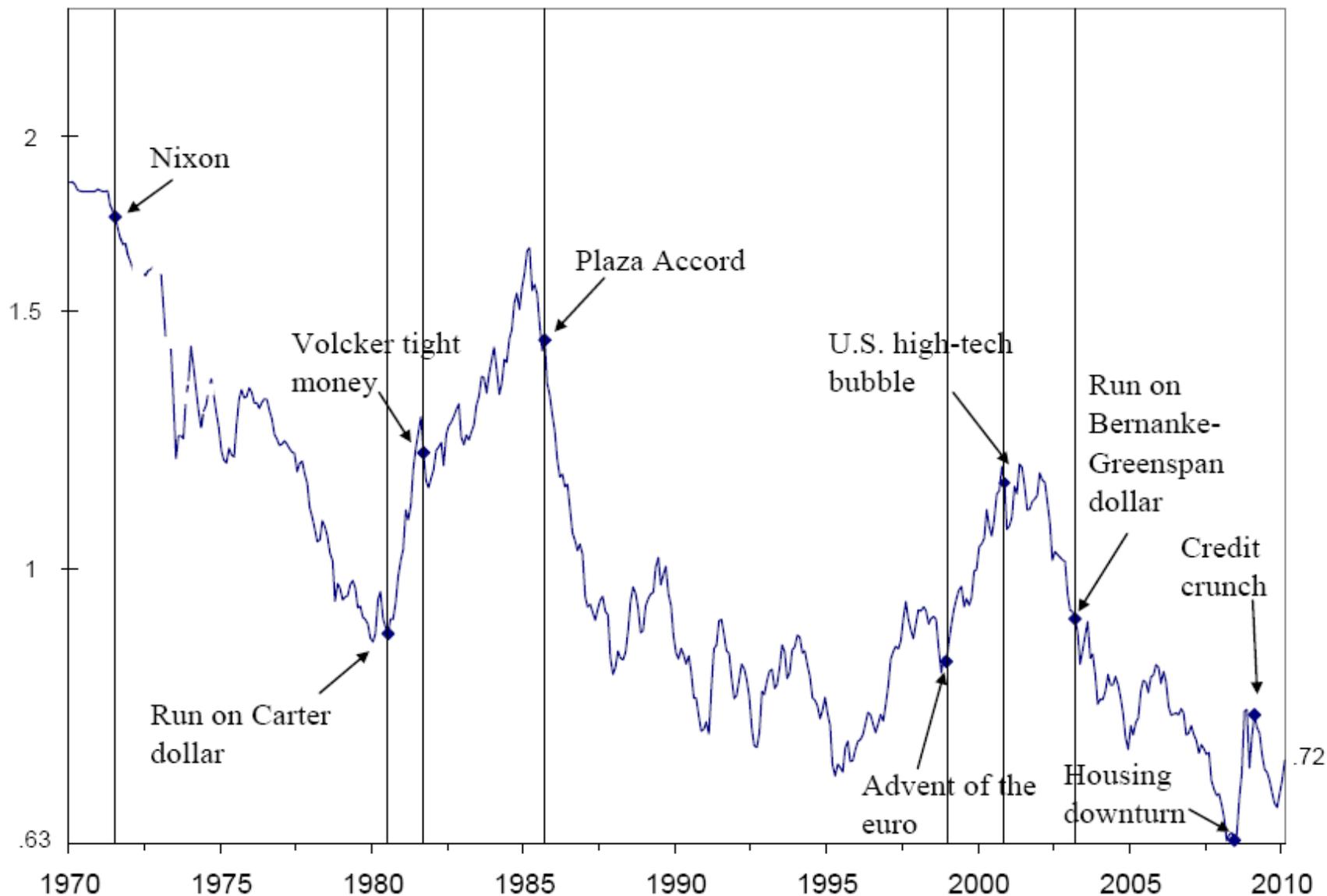
跨境贸易人民币结算按月情况

2011年各类基金业绩



资料来源：理柏 (Lipper) 时间：截至2011/12/30

马克-欧元兑美元 (1950-2010)



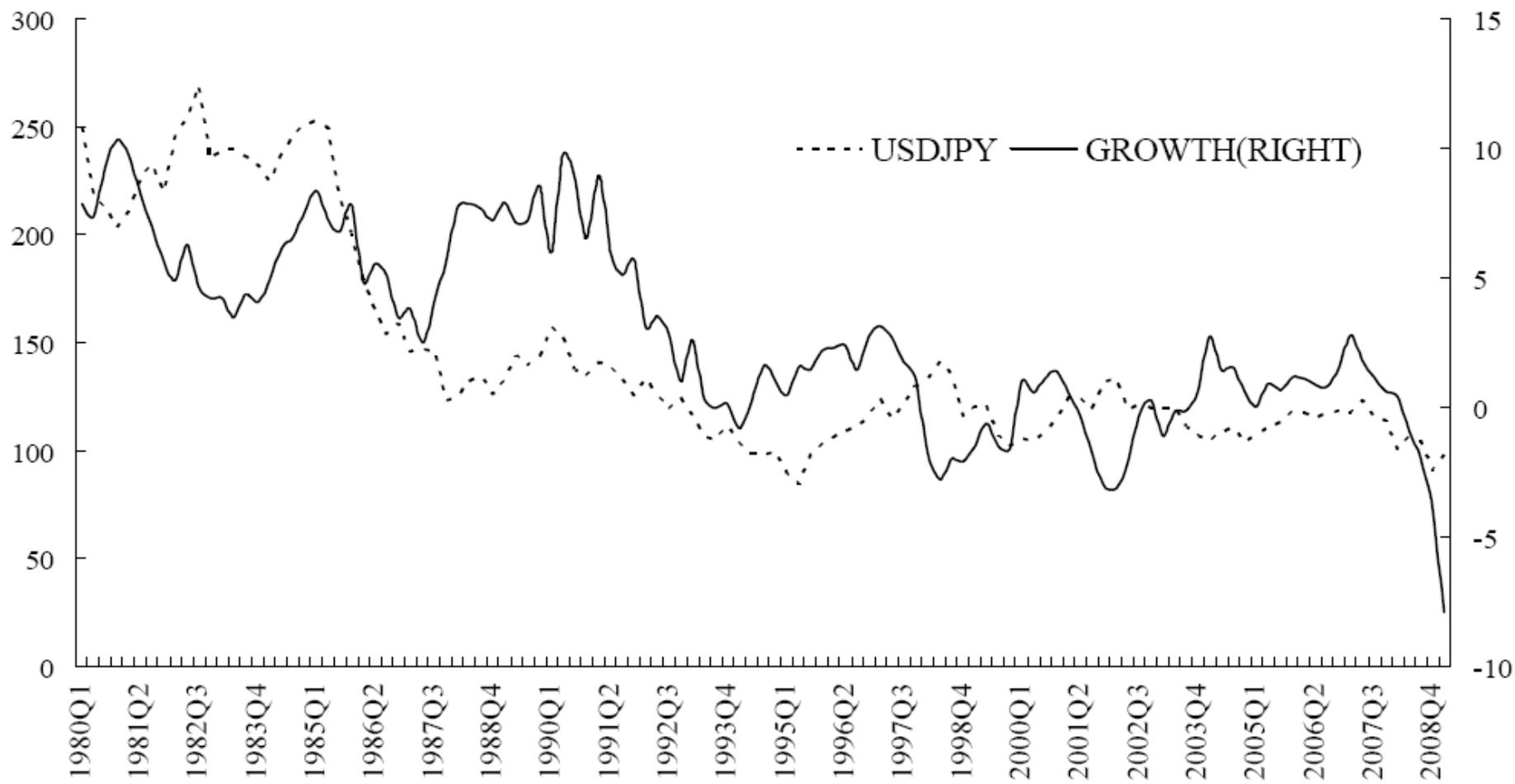
主要货币形成的货币圈份额，%

	美元区		欧元区		日元区		英镑区		其他	总额（十亿美元）
	美国	合计	欧元地区	合计	日本	合计	英国	合计		
1970-1974	33.8	54.5	14.1	27.3	8.7	8.7	4.4	7.2	2.2	3,675
1975-1979	29.0	50.5	15.2	30.9	10.5	11.9	4.1	5.3	1.3	7,074
1980-1984	30.8	51.8	12.7	25.4	10.7	12.7	4.5	6.4	3.6	10,729
1985-1989	30.2	48.9	12.6	22.0	14.8	15.3	4.3	5.8	8.0	15,753
1990-1994	26.2	45.9	13.5	28.0	16.0	16.3	4.2	5.7	4.1	24,101
1995-1999	27.6	50.3	14.8	26.2	14.9	16.7	4.4	4.9	2.0	29,946
2000-2004	30.2	48.6	21.5	30.1	12.3	14.4	4.8	5.1	1.7	34,929
2005-2007	26.8	48.4	22.2	33.4	9.0	9.6	5.0	6.7	1.9	49,046

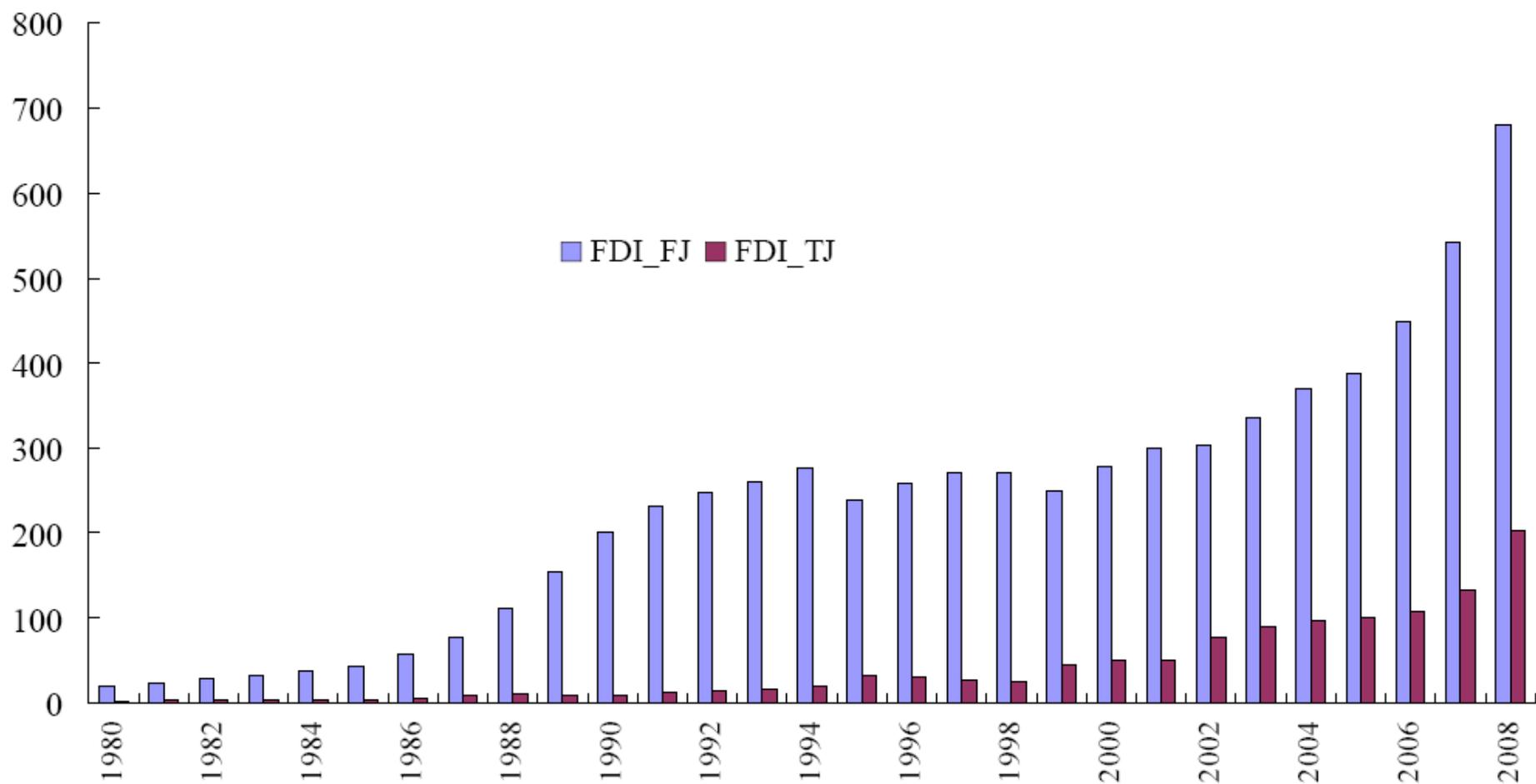
资料来源：河合正弘，国际货币体系与东亚货币金融合作，吉林大学出版社，2009。

注：根据GDP计算（市场外汇汇率换算，美元计价）。

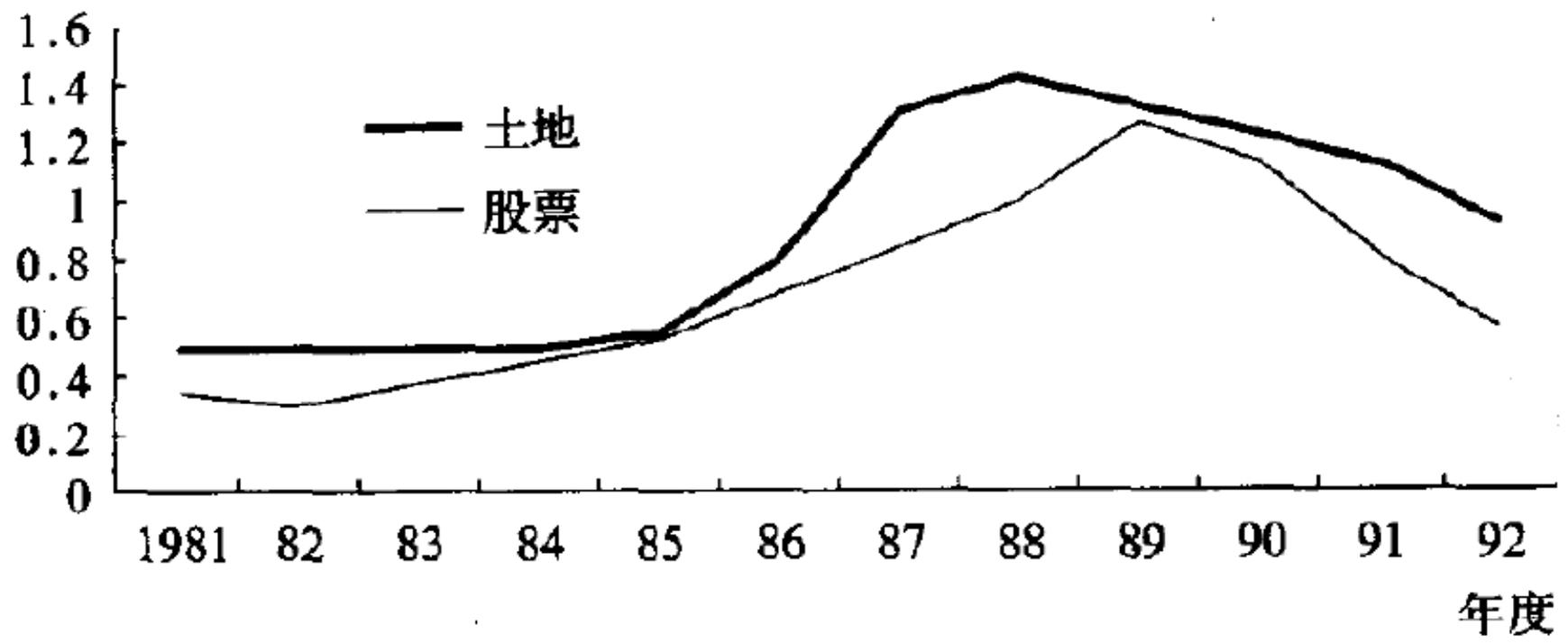
日元升值和经济低迷(同向变化)



内外直接投资(产业空洞化)



日本资产泡沫



股票与土地资产额对 GDP 的比率 (各年度年中值)

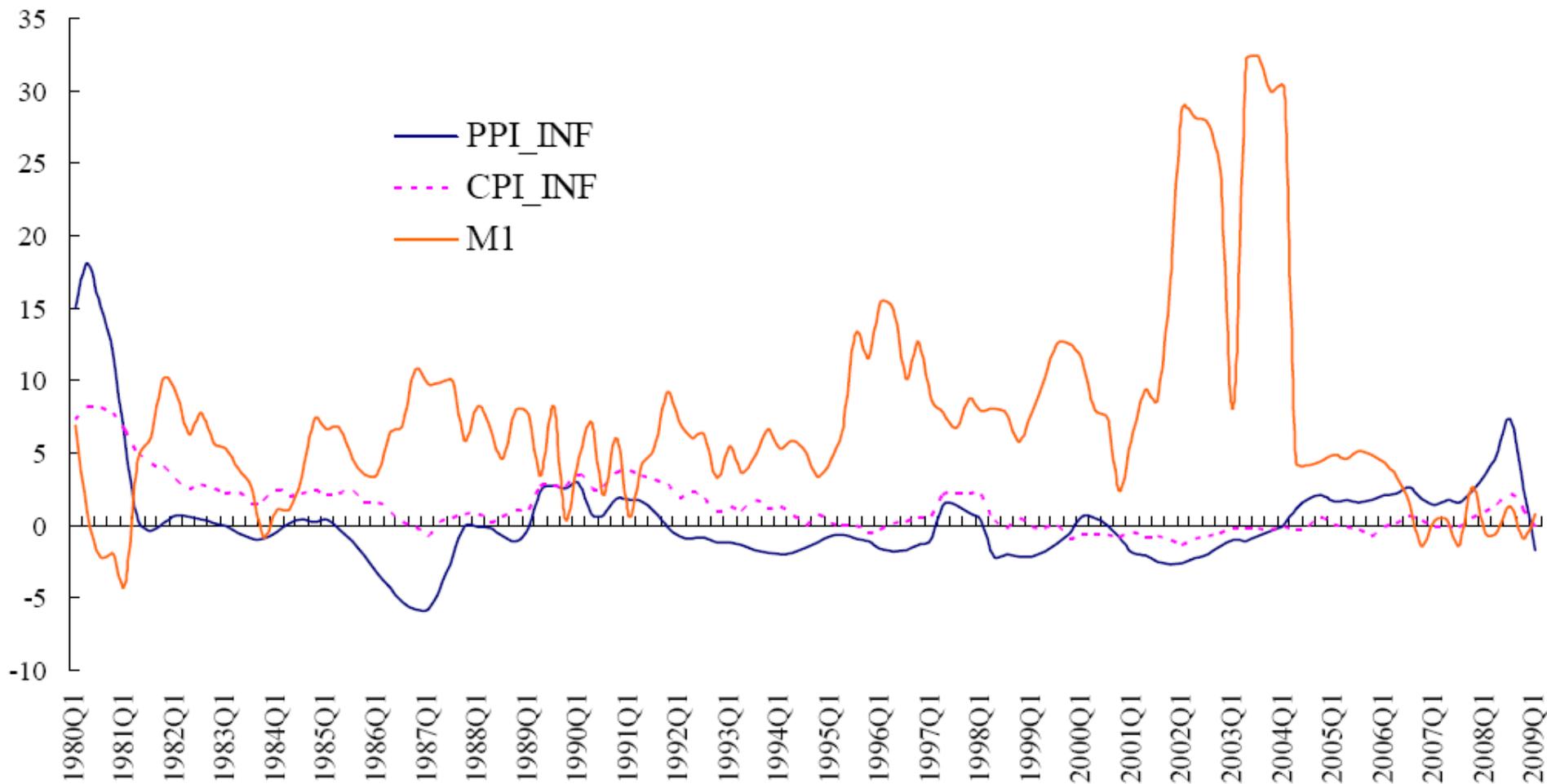
日本资产泡沫

真实国民总支出等的变动趋势

年 份	(%)			经常性收支 (亿美元)
	国民总支出	民间设备投入	住宅投资	
1985	4.8	12.2	2.7	550
1986	2.9	3.0	10.6	941
1987	4.7	8.6	26.3	845
1988	6.0	16.8	4.9	772
1989	4.4	14.6	1.0	534
1990	5.7	12.1	4.9	337
1991	3.5	3.0	-11.3	902

资料来源：经济企画厅《国民经济计算年报》。

物价走势(日元升值的通缩效应)



谢谢大家！