

CHINA FINANCIAL POLICY REPORT

中国金融政策报告

2012

主 编 吴晓灵
副主编 何海峰

013028491

F832.0

20

2012

CHINA FINANCIAL POLICY REPORT

中国金融政策报告

2012

主 编 吴晓灵
副主编 何海峰



7832.0

20

2012



北航

C1635025

 中国金融出版社

104820810

责任编辑：张 超 赵雪芳

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融政策报告. 2012 (Zhongguo Jinrong Zhengce Baogao. 2012) / 吴晓灵主编.
—北京：中国金融出版社，2012. 11
ISBN 978 - 7 - 5049 - 6672 - 8

I. ①中… II. ①吴… III. ①金融政策—研究报告—中国—2012 IV. ①F832. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 268296 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 14.5

字数 289 千

版次 2012 年 11 月第 1 版

印次 2012 年 11 月第 1 次印刷

定价 39.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6672 - 8/F. 6232

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编辑部邮箱: jiaocaihu@yahoo.com.cn

编 委 会

顾 问 (按姓氏笔画排列):

王国刚 方星海 朱晓明

李 扬 屠光绍

主 编: 吴晓灵

副主编: 何海峰

前 言

《中国金融政策报告（2012）》是中欧陆家嘴国际金融研究院与中国社会科学院金融政策研究中心联合组织编写的年度性研究报告，旨在对2011年国际国内经济背景下中国金融政策的出台与执行情况进行概括和分析。

与《中国金融政策报告（2011）》相比，《中国金融政策报告（2012）》基本结构略有变化，其内容主要由五部分构成——这五部分分属两大模块：主题报告和动态报告。

第一部分是“2011年国际金融危机的新变化”。我们在这一部分将说明欧债危机和美债危机的发展过程和表现，分析它们的产生原因和影响，并尽可能深入地探讨它们与全球经济失衡之间的联系。

第二部分是“2011年中国主要金融风险分析”。我们认为，所谓“金融风险”并不一定直接表现为金融体系、金融机构或金融产品的风险，它很可能早已隐藏在实体经济的运行之中——例如，中国的房地产市场和地方债务问题。这部分包括“2011年中国宏观经济金融发展形势概述”、“当前中国金融主要风险分析：房地产市场与地方债问题”、“当前中国主要金融风险的深层次原因分析”。

第一部分和第二部分构成了《中国金融政策报告（2012）》的主题报告，即“国际金融危机背景下的当前中国主要金融风险分析”。而《中国金融政策报告（2012）》的另一模块“2011年度中国金融政策动态”则由第三、第四和第五部分构成。

第三部分是2011年的“宏观金融政策”。这一部分将对2011年的货币政策、汇率与国际收支相关政策进行回顾、分析，并适度进行政策评价与展望。

第四部分是2011年的“主要金融市场发展政策”。这一部分全面回顾和分析了2011年内银行业市场发展政策、股票市场发展政策、保险业市场发展政策、债券市场发展政策、货币市场发展政策、财富管理市场发展政策、金融衍

生产品市场发展政策、商品期货市场发展政策和外汇市场与黄金市场发展政策，同时也进行了相应的政策评价与展望。

第五部分是2011年的“金融监管政策”。这一部分对2011年中国人民银行主要监管政策、中国银监会主要监管政策、中国证监会主要监管政策和中国保监会主要监管政策进行了回顾和分析，也相应给出了政策的评价与展望。

通过对《中国金融政策报告(2012)》的编写，我们深感：即使在国际金融危机的持续影响之下，中国金融与经济的发展和变革仍然得到了世界的公认——当然，中国金融与国际经济金融的联系也更加紧密。我们坚信，向国内外读者持续介绍中国金融政策的变化富有价值和意义。

本报告作为集体研究的结果，作者主要由中欧陆家嘴国际金融研究院、中国社会科学院金融政策研究中心以及其他金融界人士构成，最后由吴晓灵、何海峰对报告全文进行了修改和定稿。先后参加各部分撰稿的执笔人是：王茜、李雪静、高义、何海峰、吴建刚、王鑫、朱小川、于卫国、王敏、刘胜军、刘学庆、荣艺华、王增武、储幼阳、甘正在。何海峰和王鑫对报告中文部分进行了统编，朱小川和吴建刚对报告英文部分进行了统编，王鑫对报告的格式体例进行了编辑加工。

我们一如既往地期盼着各种批评和建议。

中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长
暨中国社会科学院金融政策研究中心主任

何海峰

2012年6月30日

目 录

上 篇

主题报告：国际金融危机背景下的当前中国主要金融风险分析

一、2011 年国际金融危机的新变化	3
(一) 欧债危机	3
(二) 美债危机	7
(三) 债务危机的综合分析	10
二、2011 年中国主要金融风险分析	12
(一) 2011 年中国宏观经济金融发展形势概述	12
(二) 当前中国金融主要风险分析：房地产市场与地方债务问题	25
(三) 当前中国主要金融风险的深层次原因分析	34

下 篇

2011 年度中国金融政策动态

三、宏观金融政策	43
(一) 货币政策	43
(二) 汇率与国际收支相关政策	46
四、主要金融市场发展政策	50
(一) 银行业市场发展政策	50
(二) 股票市场发展政策	56
(三) 保险业市场发展政策	61
(四) 债券市场发展政策	66
(五) 货币市场发展政策	71

(六) 财富管理市场发展政策	75
(七) 金融衍生产品市场发展政策	81
(八) 商品期货市场发展政策	85
(九) 外汇市场与黄金市场发展政策	91
五、金融监管政策	96
(一) 中国人民银行主要监管政策	96
(二) 中国银监会主要监管政策	99
(三) 中国证监会主要监管政策	106
(四) 中国保监会主要监管政策	110
参考文献	116

Summarized Version

Part I Theme Report: Analysis of China's Major Financial Risks against the Backdrop of International Financial Crisis

I. Analysis of China's Major Financial Risks in 2011	121
(I) Overview of China's Macroeconomic and Financial Development in 2011	121
1. Economic growth is slowing down and is to stall at end of the year	121
2. Inflation is the mirror image of economic performance	124
3. Credit crunch, home purchase restriction and slow recovery in international demand were major reasons for economic recession in 2011	126
4. The imbalances in China's economic structure and the active deceleration for transformation are in - depth reasons of the economic downturn	131
5. 2012 economic and financial situation outlook: economy to be stabilized, inflation to be eased, and liquidity environment to be improved	133
(II) Analysis on China's major financial risks: the real estate market and local debt problems	134
1. Conditions for the formation of financial crisis and China's major financial risks	134
2. Main manifestation and formation causes of the real estate market risk	138
3. Main manifestation and main causes of the local debt risk	140
4. Co - movement of the real estate market risk and the local debt risk	144
5. Potential harm of the real estate market risk and the local debt risk	146
6. Possible solutions to the real estate market risk and the local debt risk	147
(III) Deep - seated reasons for China's major financial risks	148
1. China's financial development system analysis	149
2. Recommendations on incoming policies and counter measures	153

Part II China's financial policies in 2011

II. Macro – financial policies	161
(I) Monetary policies	161
1. Summary of major monetary policies in 2011	161
2. Major monetary policy analysis	162
3. Policy Evaluation and outlook	163
(II) Policies for foreign exchange rate and international balance of payment	164
1. Overview of 2011 policies for foreign exchange rate and international balance of payments	164
2. Analysis on 2011 policies for exchange rate and international balance of payment	165
3. Policy evaluation and outlook	166
III. Major financial market development policies	167
(I) Banking market development policies	167
1. 2011 banking market development policy highlights	167
2. 2011 banking industry policy analysis	168
3. Policy evaluation and outlook	170
(II) Stock market policies	171
1. 2011 stock market policy highlights	171
2. 2011 stock market policy analysis	171
3. Policy evaluation and outlook	173
(III) Insurance market policies	174
1. 2011 insurance market policy highlights	174
2. 2011 Insurance market policy analysis	174
3. Policy evaluation and outlook	176
(IV) Bond market policies	177
1. 2011 bond market policies highlights	177
2. 2011 bond market policy analysis	178
3. Policy evaluation and outlook	180
(V) Money market policies	181
1. The interbank lending market	181
2. Bond repo market	181
3. Bill market	182

4. Policy evaluation and outlook	183
(VI) Wealth management market policies	184
1. Commercial bank wealth management market	184
2. Securities companies' collective wealth management market	186
3. Trust product market	186
4. Insurance product market	187
5. Fund product market	188
6. Private equity market	188
(VII) Development policies for the financial derivatives market	189
1. List of major development policies for the financial derivatives market in 2011 ...	189
2. Analysis on major development policies for the financial derivatives market in 2011	190
3. Policy evaluation and outlook	191
(VIII) Development policies for the commodity futures market	193
1. List of major development policies for the commodity futures market in 2011	193
2. Analysis on major development policies for the commodity futures market in 2011	194
3. Policy evaluation and outlook	196
(IX) Development policies for the foreign exchange market and the gold market ...	197
1. List of major development policies for the foreign exchange market in 2011	197
2. Analysis on major development policies for the foreign exchange market in 2011	198
3. Foreign exchange market policy evaluation and outlook	199
4. List of major development policies for the gold market in 2011	199
5. Analysis on major development policies for the gold market in 2011	200
6. Gold market policy evaluation and outlook	200
IV. Financial regulatory policy	201
(I) Major regulatory policies of the People's Bank of China	201
1. List of major regulatory policies of the People's Bank of China in 2011	201
2. Analysis on major regulatory policies of the People's Bank of China in 2011	202
3. Policy evaluation and outlook	204
(II) Major regulatory policies of the China Banking Regulatory Commission	204

1. List of major regulatory policies of the China Banking Regulatory Commission in 2011	204
2. Analysis on major regulatory policies of the China Banking Regulatory Commission in 2011	205
3. Policy evaluation and outlook	208
(III) Major regulatory policies of the China Securities Regulatory Commission	208
1. List of major regulatory policies of the China Securities Regulatory Commission	208
2. Analysis on major regulatory policies of the China Securities Regulatory Commission in 2011	209
3. Policy evaluation and outlook	211
(IV) Major regulatory policies of the China Insurance Regulatory Commission	212
1. List of major regulatory policies of the China Insurance Regulatory Commission in 2011	212
2. Analysis on major regulatory policies of the China Insurance Regulatory Commission in 2011	214
3. Policy evaluation and outlook	215
References	217

上 篇

主题报告：国际金融
危机背景下的当前中
国主要金融风险分析

一、2011 年国际金融危机的新变化

（一）欧债危机

1. 欧债危机的过程与表现

欧洲债务危机的爆发并非偶然，其深层次的体制原因早已埋下，但直接诱因应溯源至 2007 年的国际金融危机。

2007 年夏天爆发于美国的次级贷款危机，很快就冲出了美国，演变成世界范围内的金融危机，直接冲击了各国的经济增长。为了应对危机，世界各国普遍采取了货币与财政双宽松的刺激政策——包括对处于困境的银行进行注资、推出财政刺激方案等，这虽在一定时期内有效抑制了全球经济的下滑，但问题并未根本解决。从本质上看，这些刺激政策是将私人部门债务转换成政府部门债务，通过政府部门资产负债表的膨胀和杠杆化来支持私人部门资产负债表的改善和去杠杆化，其结果是，由于大规模举债，各国政府的债务负担大大提高，特别是欧洲一些因人口结构等因素本来就债台高筑的国家更是雪上加霜——表现为国债占 GDP 比例和政府赤字占 GDP 比例大幅上升^①。

欧洲主权债务危机正是在这种特殊背景下爆发的。

2009 年 11 月，希腊新政府上台之后，发现并公布了上届政府所掩盖的真实财政状况——新政府将财政赤字由预期的 6% 上调至 12.7%；公共债务总额为 3 000 亿欧元，高达 GDP 的 124.9%；公共债务外债与 GDP 之比高达 73.5%，这些都远远超过了《稳定与增长公约》的相应规定，直接导致了市场恐慌，成为欧洲主权债务危机的发端。消息一经披露，惠誉、标准普尔与穆迪等信用评级机构相继迅速下调希腊主权债务评级——将其债务评级从 BBB+ 降到了 BB+，即正常情况下根本得不到融资的垃圾级。

危机开始迅速蔓延。

2010 年 9 月底，爱尔兰宣布由于救助本国五大银行耗资巨大，财政赤字将大幅攀升。据爱尔兰政府 2010 年 9 月底公布的数字，救助本国五大银行需要 500 亿欧元，爱尔兰当年财政赤字猛增到 GDP 的 32%，爱尔兰债务危机由此拉开序幕。到了 11 月，爱尔兰债务形势急剧恶化，正式请求欧盟和国际货币基金组织提供救助。到了 2010 年底，爱尔兰 10 年期国债收益率逼近 9%，创下自欧元 1999 年诞生以来的最高水平。这意味着爱尔兰政府从金融市场筹资的成本已高到难以承受，爱尔兰债务危机全面爆发。

随着事态的发展，欧洲其他国家也相继陷入危机——甚至包括比利时这些外界认为较稳健的国家及欧元区经济内经济实力较强的西班牙，都预报未来三年预算赤字将居高不下，至此，整个欧盟都受到债务危机的困扰。到了 2010 年，受主权债务问题影响的国

^① 截至 2010 年年底，欧元区各国的债务比重普遍较高，仅有少数国家在马斯特里赫特警戒线（60%）之下。

家其 GDP 占到了欧元区 GDP 的 37%^①。

葡萄牙债务危机的爆发是长年累积的结果。近年来,葡萄牙经济逐渐丧失活力,经济增长率低下,但民众不断要求提高工资,造成社会用工成本的上升和资金链紧张。在经济危机的打击下,债台高筑的葡萄牙面临着越来越大的偿债压力。由于担心葡萄牙无法偿还债务,国际信用评估机构纷纷调低了葡萄牙的主权信用评级,更加剧了葡萄牙的经济困境。2010 年葡萄牙的公共债务高达 GDP 的 92.4%,当时预计 2011 年葡萄牙的公共债务高达 GDP 的 97.3%。2011 年 3 月,葡萄牙债务危机爆发,4 月 6 日葡萄牙步希腊、爱尔兰的后尘,向欧盟申请紧急资金援助,以缓解国内的债务危机。

进入 2011 年下半年,欧债危机出现了向法国等核心国家蔓延的势头,法国所拥有的 AAA 评级存在下调可能,欧洲银行业受到了严重威胁。到 2011 年 7 月 27 日,标准普尔已将希腊的评级下调至 CC 级,并展望为负面,而正在推行的希腊债务重组计划实际上已经承认其“选择性违约”。2011 年 7 月,欧盟启动对希腊的第二轮救助方案。2011 年 7 月下旬,意大利主权债务问题趋向恶化。意大利股指连日下滑,10 年期国债收益率更是攀升到 6% 以上的高位,意大利 10 年期国债与作为基准的德国同期国债的利差达到了 390 个基点——创下欧元区诞生 12 年以来的新高。2011 年 8 月,意大利和西班牙 10 年期国债收益率急剧上升,这成为多米诺骨牌倒下的新牌,欧元区债务危机愈演愈烈。德国 2011 年 11 月 23 日发行总值约 60 亿欧元的政府债券,结果仅有 39 亿欧元被市场投资者认购——这次发行是欧元问世以来德国最不成功的一次国债发售。

表 1-1

欧元区国家降级调整主要大事记

降级项目	长期评级	时间及发布机构
希腊主权信用	从 A - 到 BBB +	2009 年 12 月, 惠普
希腊主权信用	BBB + 降为 BB +	2010 年 6 月, 标准普尔
葡萄牙主权信用	从 A + 跌至 A -	2010 年 4 月, 标准普尔
西班牙主权信用	从 AA + 至 AA	2010 年 4 月, 标准普尔
爱尔兰主权信用	从 Baa3 到 Ba1	2011 年 7 月, 穆迪
希腊八家银行信用	—	2011 年 9 月, 穆迪
意大利主权信用	从 A + 跌至 A -	2011 年 9 月, 标准普尔
法国两家银行信用	从 Aa1/2 至 Aa2/3	2011 年 9 月, 穆迪

资料来源:转引自肖潇:《欧债危机的近况及影响》,载《国际金融》,2011(10)。

2. 欧债危机产生的直接原因

(1) 人口老龄化以及高福利制度所导致的高额财政负担。欧洲国家的工业化与城市化完成时间较早,而出生率一直处于较低的水平。从人口年龄结构上看,整个欧元区都比较相似,从 20 世纪末开始,欧洲大多数国家人口结构开始步入快速老龄化:整体来

① 根据 IMF 的统计,到 2010 年年底,欧元区主权债务市场的规模已达到 8.6 万亿美元。

看，占欧元区人口比重 18.4% 的劳动年龄人口（50~64 岁）在未来 15 年内都将陆续转化为老年人口；另外，未来十年内区内新增的适龄劳动人口主要来自 15~24 岁的区段，但其比例只有 11.6%；再加上出生率不足，人口严重老龄化已经并将继续成为约束欧元区未来经济增长的最大因素，随之而来的便是欧洲的社会负担越来越重。老龄化人口加大了财政支出的压力，也带来了储蓄和消费结构的变化，导致经济增长动力不足、经济长期低迷和公共债务的不断增长。

然而，在面对国家经济不景气、社会压力大的情况下，欧洲公众却不愿改变高消费、高福利的格局。欧盟个别成员国政府以及公众不顾本国财政情况，一味寻求与发达国家同样的高福利。而执政者出于选举的需要，不敢对经济和社会体制进行大刀阔斧的改革，致使高福利的社会保障体系得以长期维持，这极大地抑制了欧元区经济竞争力的提升，并导致欧元区国家长期的结构性问题——经济发展的低增长与高失业，这造成了财政的入不敷出，不得不依靠举债度日。数据显示，欧盟各国的社会福利占 GDP 的比重有趋同的趋势，许多南欧国家由占比小于 20% 逐渐上升到 20% 以上——其中希腊和爱尔兰较为突出。2010 年，希腊社会福利支出占 GDP 的比重为 20.6%，而社会福利在政府总支出中的占比更是高达 41.6%。隐患已经埋下：在本国经济增长停滞之时，一旦遭遇外力冲击，问题将不可避免地出现。从 2008 年到 2010 年，爱尔兰和希腊 GDP 都出现了负增长，西班牙近两年也出现了负增长，而这些国家的社会福利支出却并没有因此减少，这导致其财政赤字猛增。2010 年，希腊财政赤字占 GDP 比重达到了 10.4%，而爱尔兰这一比重更是高达 32.4%。从长期来看，如果这种福利制度不加以变革，经济差异化、福利趋同化、整体社会负担趋重化等矛盾将愈发突出，势必为危机的爆发埋下隐患。

（2）由于经济增长乏力，欧洲国家财政收入减少。近年来，“欧猪五国”（PIIGS，即欧元区的葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙）普遍面临着同样的问题：国家创新能力下降，使得经济发展缺乏坚实的基础和新动力。在欧洲国家中，南欧国家更加依赖劳动密集型制造业，它们是欧元区内部贸易劳动密集型产品的出口国。但是，随着经济全球化的深入，在亚洲等新兴经济体的竞争下，南欧国家的劳动力优势不复存在，竞争力明显下降。经济增长放缓直接导致了政府税收的减少，从而令本来就不堪债务重负的欧洲政府面临更大的偿债困难，阻碍了债务危机的解决。而这反过来又导致投资者更加紧张，加剧了股市与债市的恐慌情绪，进而挫伤企业和消费者信心，导致经济增长的进一步趋缓，形成了恶性循环。

（3）欧元区内部经济发展失衡，货币和财政制度不协调。欧盟特别是欧元区的形成，对其成员国来说，在降低交易成本、促进各国经济共同发展方面发挥了积极的作用。然而，欧盟内部各经济体经济发展水平、生产效率和全球竞争力存在着巨大的差异，当各国政府面临着收入降低和支出增加的双重困境时，只能选择扩大财政赤字以应