

西南财经大学金融学院金融市场研究系列报告

中国理财市场 发展报告

(2012~2013)

西南财经大学信托与理财研究所

编著

普 益 财 富



中国财政经济出版社

西南财经大学金融学院金融市场研究系列报告

中国理财市场发展报告 (2012~2013)

西南财经大学信托与理财研究所 编著
普 益 财 富

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国理财市场发展报告. 2012 ~ 2013 / 西南财经大学信托与理财研究所, 普益财富编著. — 北京: 中国财政经济出版社, 2013. 4

(西南财经大学金融学院金融市场研究系列报告)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4398 - 6

I. ①中… II. ①西… ②普… III. ①金融市场 - 经济发展 - 研究报告 - 中国 - 2012 ~ 2013 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 064269 号

责任编辑: 翁晓红 郁东敏

责任校对: 徐艳丽

封面设计: 邹海东

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

889 × 1194 毫米 16 开 15.5 印张 431 000 字

2013 年 4 月第 1 版 2013 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4398 - 6 / F · 3563

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

质量投诉电话: 010-88190744

反盗版举报热线: 010-88190492、010-88190446

前 言

银行理财产品是我国金融体系结构变迁背景下商业银行经营转型和战略调整的产物，其业务模式和市场形态所具有的综合性和跨领域特征，在我国当前分业经营、分业监管的金融体系中具有非常鲜明的创新意义。银行理财产品 2006 年开始爆发性增长，年度发行规模和年末管理资产余额年复合增长幅度分别达 85.61% 和 47.53%，2012 年发行规模达 30.36 万亿元，2012 年底余额为 7.10 万亿元。由于理财产品的发展既迎合了银行业务转型和经营战略调整的基本要求，又符合我国利率市场化改革推进进程的总体方向和节奏；既创新了融资机制，增加了金融支持实体经济发展的方式，又扩展了投资渠道，满足了居民多方面增加财产性收入的愿望，因此其未来理应还有更大的发展空间。

然而，自诞生之日起，银行理财市场发展中的问题和背负的争议就从来没有间断过：从 2007 年起 QDII 理财产品净值的大幅缩水，到 2008 年初结构性理财产品的零负收益事件；从 2009 年银信合作理财产品的超常规扩张，到 2010 年后银信理财业务合作的不正常收缩；从 2011 年对理财产品作为“影子银行”主力影响货币供应量、社会融资规模的关注，到 2012 年对理财产品是否以“资产池”运作之名行“庞氏骗局”之实的争论。我们在回顾近年银行理财市场的发展进程时发现，公众、行业和决策监管层对理财产品的关注已从最初的个别业务流程环节、个别产品、个别机构、个别行业层面，逐渐提升到理财市场总体发展态势和运行效应层面，尤其是决策监管层在近年从微观审慎向宏观审慎监管转化的理念下，越来越关注理财市场的系统性风险因素及其对整个金融体系的影响。因此在理论研究层面上，针对理财市场运行中的系统性风险机理和监测方法的研究就显得尤为迫切和重要。

除银行理财外，其他各类型机构所开展的财富管理业务在 2012 年均表现出如火如荼之势。全年度集合信托募集资金近万亿元，年底余额为 1.88 万亿元，“资金池”、基建信托受市场热捧，房地产信托兑付情况远比市场预期平稳，然而“刚性兑付”问题仍值得业界深思。基金、证券公司、保险等机构的资产管理业务均得到政策上的大幅度松绑，它们的投资标的范围显著拓宽，尤其是非交易所转让的股权及债权的融资性项目被

纳入可投资范围后, 这些机构从此将涉足信托公司的核心业务。同时, 各类资产管理机构在产品层面基本实现了可相互投资的格局, 因此机构间的创新合作如雨后春笋般建立起来, 由过去的银信合作逐步拓展到银证合作、银基合作、银保合作、证信合作等等, 给产品设计、投资运作、风险控制等环节带来了前所未有的创新突破点。

相信我国理财市场在金融机构、投资者、监管层的共同努力下, 仍将维持近年来快速发展态势, 产品发行规模及存量余额、投资者群体、创新特色的增多将成就一场更加宏伟的理财“盛宴”。

在本年度报告出版前, 西南财经大学信托与理财研究所、普益财富基于完善的金融理财数据库和系统的专业研究团队, 已连续推出4个年度的《中国理财市场发展报告》, 且在内容的深度和广度方面不断进步, 从而寄希望全面把握住各类理财品种的行业监管动向、市场发展脉络、机构运作机制以及产品创新特质。本年度报告从多方位的视角总结和梳理2012年的中国理财市场, 对每个理财领域进行了深入的政策解析、热点评论及问题探讨, 同时客观地预测了未来发展趋势。

本年度报告与以往相比不同之处在于: 银行理财部分, 随着银行理财产品发行量的快速增加, 一些问题也逐渐显现, 因此, 本报告以市场热点的形式回顾了2012年度银行理财市场出现的新变化和新问题, 并对出现的问题如何解决进行了展望; 集合信托部分, 本报告加强了对集合信托的行业标志性意义事件的分析, 特别是将标志性意义事件串联起来, 形成事实链条, 通过归纳总结, 找出其中的共性; 基金、证券公司集合理财、保险部分, 由于一系列资产管理新政的出台与实施, 极大地促进了基金、证券公司、保险的业务创新, 因此, 本报告加大了对法律法规的解读以及各类创新产品特点的分析。值得一提的是, 本报告增加了专家文章部分, 该部分内容均是由各大金融机构在理财业界具备多年实战经验的专家所表达的观点。

西南财经大学信托与理财研究所、普益财富将一如既往地立足于理财领域, 为我国金融理财业务和市场的发展提供公正、独立的参考依据和决策佐证。

编 者

2013年4月

目 录

第一篇 宏观经济解读

第一章 宏观经济	(2)
第一节 2012 年全球经济回顾与展望	(2)
第二节 2012 年中国经济回顾与展望	(10)

第二篇 专家观点荟萃

第二章 专家文章	(22)
理财业务应高举资产管理的大旗	
——南京银行金融市场部总经理 戴娟	(22)
利率市场化条件下的银行理财业务发展问题	
——中国农业银行个人金融部副总经理 李国峰	(26)
银行理财业务应回归中间业务的本质	
——中国农业银行个人金融部副总经理 李国峰	(28)
浅议商业银行理财业务组织架构及风险体系建设	
——中信银行理财业务管理部总经理 李洁怡	(31)
2013：渐入佳境——从 VVIP 投资策略到 B. R. I. D. G. E. 架构	
——渣打银行（中国）财富管理部总经理 梁大伟	(33)
国内商业银行理财业务创新及其未来发展趋势	
——招商银行总行金融市场部总经理 刘小腊	(34)
发展农合机构理财业务 增强农村金融服务能力	
——广东省农村信用社联合社理事长 罗继东	(39)
2013 年主要市场投资机会分析与展望	
——中国银行个人金融部总经理 梅非奇	(43)
金融改革创新下的银行理财业务发展模式	
——中国农业银行金融市场部副总经理 彭向东	(45)
私人银行的服务模式	
——上海浦东发展银行私人银行部总经理 任军	(54)
美国资产管理业务发展特点及对国内商业银行理财业务的启示	
——上海浦东发展银行资金总部总经理 谢伟	(55)

撬动财富 缔造共赢

——华夏银行个人金融部总经理 许明 (60)

城市商业银行理财业务的发展

——泰安市商业银行监事长 张海涛 (62)

银行理财产品的未来

——中国光大银行个人金融部总经理 张旭阳 (65)

银行理财业务迎来新机遇

——嘉兴银行副行长 章张海 (71)

加强理财产品风险管控 促进理财业务稳健发展

——北京银行副行长 赵瑞安 (74)

第三篇 理财市场研究

第三章 银行理财市场 (78)

第一节 2012 年银行理财产品发行情况 (78)

第二节 2012 年银行理财产品运行情况 (87)

第三节 2012 年银行理财产品到期情况 (92)

第四节 2012 年银行理财市场热点回顾 (103)

第五节 2013 年银行理财市场展望 (120)

第四章 集合信托市场 (123)

第一节 市场概览 (123)

第二节 政策法规解析 (128)

第三节 集合信托市场热点 (134)

第四节 集合信托市场问题 (144)

第五节 2012 年集合信托展望 (151)

第五章 阳光私募市场 (153)

第一节 政策法规解析 (153)

第二节 市场热点分析 (155)

第三节 2012 年阳光私募市场情况回顾 (161)

第四节 行业问题分析 (170)

第五节 行业展望 (171)

第六章 基金市场 (172)

第一节 2012 年基金市场概览 (172)

第二节 2012 年基金市场热点分析 (181)

第三节 2013 年基金行业问题 (193)

第四节 2013 年基金市场展望 (195)

第七章 证券公司集合理财市场 (197)

第一节 证券公司集合理财市场概况 (197)

第二节	2012 年证券公司集合理财相关政策法规解读	(204)
第三节	2012 年创新型证券公司集合理财产品评述	(207)
第四节	证券公司集合理财业务存在的不足	(211)
第五节	2013 年证券公司集合理财市场展望	(212)
第八章	保险市场	(215)
第一节	市场概况	(215)
第二节	市场热点	(219)
第三节	未来展望	(231)
后 记		(233)

第一篇 宏观经济解读

第一篇 宏观经济解读

2013年，中国经济在稳增长、调结构、促改革、惠民生等方面取得显著成就。全年国内生产总值(GDP)达到56.9万亿元，比上年增长7.8%，这是继2012年7.4%之后的又一个“7”字头。从国际比较来看，7.8%的增速在主要经济体中处于领先地位。在稳增长方面，政府通过积极的财政政策和稳健的货币政策，有效对冲了经济下行压力。在调结构方面，战略性新兴产业和现代服务业快速发展，成为经济增长的新引擎。在促改革方面，全面深化改革取得重大突破，经济体制改革特别是财税体制改革深入推进。在惠民生方面，就业、教育、医疗、社保等民生领域取得显著进展，人民生活水平持续提高。

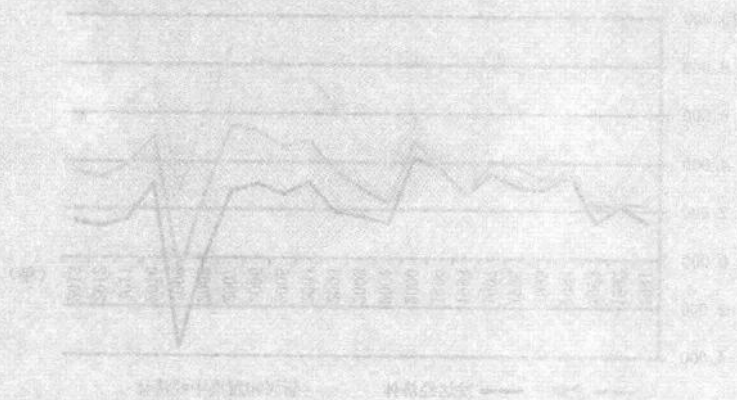


图1-1 2007—2013年中国GDP增长率变化

2013年，中国经济在稳增长、调结构、促改革、惠民生等方面取得显著成就。全年国内生产总值(GDP)达到56.9万亿元，比上年增长7.8%，这是继2012年7.4%之后的又一个“7”字头。从国际比较来看，7.8%的增速在主要经济体中处于领先地位。在稳增长方面，政府通过积极的财政政策和稳健的货币政策，有效对冲了经济下行压力。在调结构方面，战略性新兴产业和现代服务业快速发展，成为经济增长的新引擎。在促改革方面，全面深化改革取得重大突破，经济体制改革特别是财税体制改革深入推进。在惠民生方面，就业、教育、医疗、社保等民生领域取得显著进展，人民生活水平持续提高。

第一章 宏观经济

第一节 2012 年全球经济回顾与展望

回顾全球经济，整体来说，2012 年全球经济增长低于长期平均水平，但波动幅度是几十年来最小的。2012 年世界经济增速明显放缓，国际货币基金组织更是将全球经济增长预期从 4.5% 下调至 3.3%。从全球范围来看，美国经济呈现不稳定的温和复苏；欧债危机短期内无法得到明显改善；中国、印度和巴西等新兴市场国家经济增速放缓；拉美和加勒比地区经济好转，但仍面临诸多不确定因素。基于目前的宏观预测，预计 2013 年全球 GDP 增长 3.6%。

2013 年，全球经济仍处于危机后的调整期，国际环境充满复杂性和不确定性；国内原有竞争优势、增长动力逐渐削弱，新优势尚未形成，市场信心和预期不稳，经济运行处在寻求新平衡的过程中（见图 1-1）。

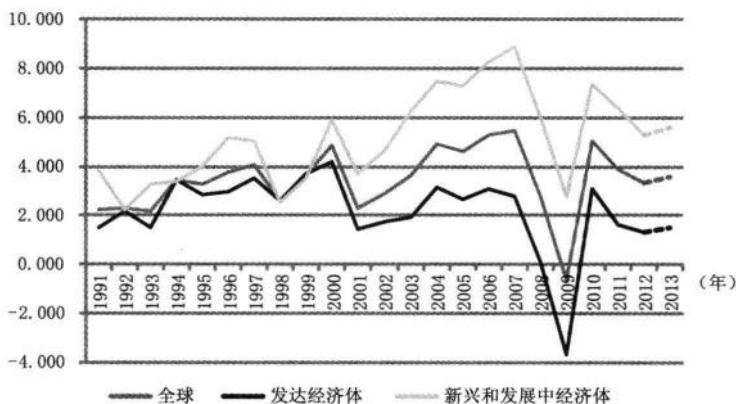


图 1-1 1991 ~ 2013 年全球、发达经济体、新兴和发展中经济体 GDP 环比增长率 (%)

注：2013 年数据为预测值。

资料来源：普益财富。

2012 年，全球经济遭受了一连串的冲击：中国、巴西、印度等国的经济增长放缓；希腊处于能否继续留在欧元区的艰难处境；中东部分石油生产国社会动荡升级；美国遭遇“财政悬崖”等等。全球经济持续放缓促使越来越多的国家进一步放松货币政策，再加上各国经济复苏的不稳定性和不确定性进一步增加，导致大宗商品、外汇和股票等市场的波动性维持在较高水平。

一、美国经济仍然面临风险，整体不稳定温和复苏

整体来看，美国经济在 2012 年复苏缓慢，国际货币基金组织（IMF）预计美国 2012 年全年 GDP 增长为 2.2%，高于发达经济体平均水平。在全球经济环境低迷大背景下，美国经济依然表现出相当的韧性，2012 年整体呈现“V”型走势，第一季度 GDP 增长率为 2.0%，第二季度增长率为 1.5%，第三季度增长率为 2%，尽管出现反弹，但是与上年第四季度 4.1% 的增速相比明显放缓（见图 1-2）。

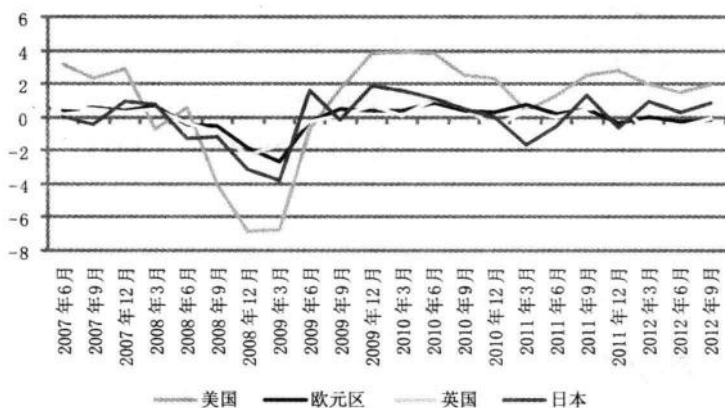


图 1-2 2007 ~ 2012 年美国、欧元区、英国和日本 GDP 季度环比增长率 (%)

资料来源：普益财富。

2012 年房地产市场复苏成为美国经济增长的亮点。首先，新屋销售量连续实现增长，且增长幅度超过预期，经季调后 2012 年新建住房销售量震荡上升，而新屋平均售价仅在 6 月出现大幅度下跌，全年价格总体稳中有升，尤其是在美联储实施第三轮“量化宽松”政策（QE3）之后，价格上升幅度增加。成屋销售（折年数）上半年出现恶化，下半年逐渐好转，但全年总体成屋销售量在波动中增加。成屋库存方面，全年总体呈现下降之势，虽然年中震荡明显，但是相比上年，库存压力继续得到释放。全年成屋价格（尤其是上半年）呈现上升之势，成屋市场销售状况有所改善。此外，2012 年前三季度美国住房市场出租空置率和出售空置率双双出现下降，住房自有率略微上升，全美房屋居住单元数量逐步上升。营建许可方面，已获得批准的新建私人住宅数目全年呈波动上升之势，新屋开工也是稳中有增。房价指标呈现出触底回升的迹象，房价指数在第二季度上涨 4.8%，创下 8 年来最大季度增幅。

另外，在市场复苏带动之下，住宅建筑商信心指数持续攀升，房地产相关的建材业同样受益。房地产市场成为投资的一个方向。如美国黑石公司已经购买了数千套美国的房产，巴菲特也安排了 38.5 亿美元参与竞价美国次级债。这些从侧面反映出资金在流入美国的房地产市场。美国各经济领域对商业地产的需求稳固增强，持续低廉的融资成本将促使房地产投资信托基金（REITs）继续优化资本结构，参与项目开发和收购；物业租金和企业盈利能力仍有较强的提升空间，因此目前美国房地产市场进入持续缓慢上涨的通道。当然次贷危机遗留下来的诸多问题还未解决，美国房地产市场全面复苏还需时日（见图 1-3 ~ 图 1-6）。

就业市场方面，2012 年美国失业率呈现下降趋势，上半年失业率维持不变，下半年出现一定好转，主要与季节性因素、新增就业人数、就业参与率和就业占总人口比例短暂上升有关，就业市场总体出现一定程度的回暖。2012 年美国失业率从 2011 年平均 8.95% 逐渐下滑至 8% 附近，其中 9 月失业率为 7.8%，创 2009 年 1 月以来最低值。2012 年美国非农就业人数呈“V”型走势，上半年增幅逐渐减少，第三季度的 QE3 刺激政策在一定程度上改善了就业形势，9 月份以来非农就业人数增幅

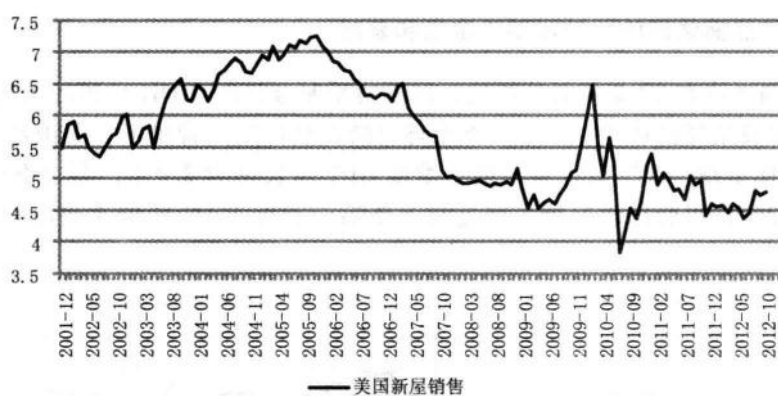


图 1-3 2001 ~ 2012 年美国新屋销售月度值 (千户)

资料来源：普益财富。

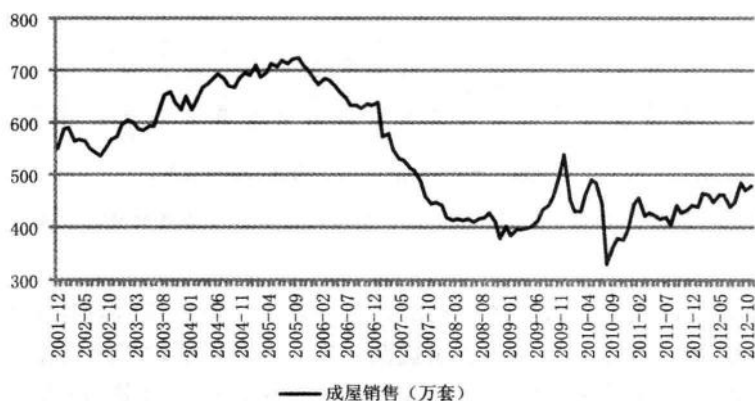


图 1-4 2001 ~ 2012 年美国成屋销售月度值 (万户)

资料来源：普益财富。

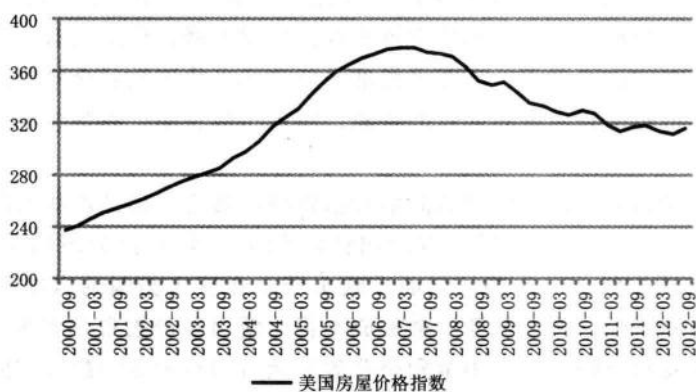


图 1-5 2000 ~ 2012 年美国房屋价格指数

资料来源：普益财富。

有所回暖，前 10 个月非农就业人数平均增加值为 13.98 万人。劳动者的失业时间越长，越难再次就业，从而造成恶性循环。同时一个很清晰的逻辑摆在大家面前：美国经济最重要的支撑是个人消费，就业市场的惨淡导致薪资出现收缩，这在很大程度上抑制消费者支出，从而减缓美国经济复苏的步伐。因此，就业市场的复苏仍然需要一段长期过程（见图 1-7）。

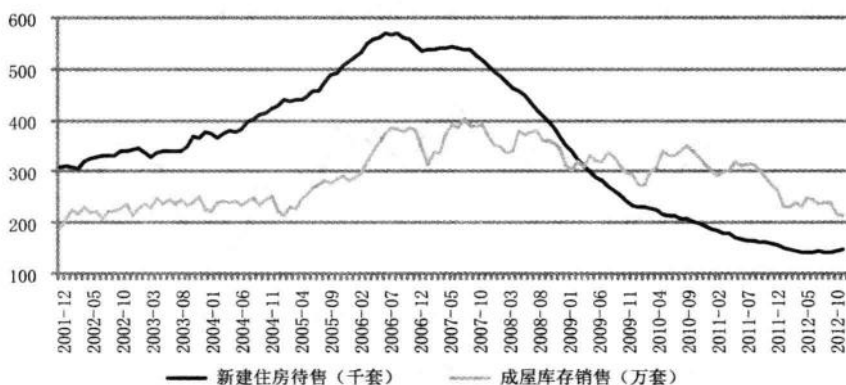


图 1-6 2001~2012 年美国新建住房待售和成屋库存销售量

资料来源：普益财富。

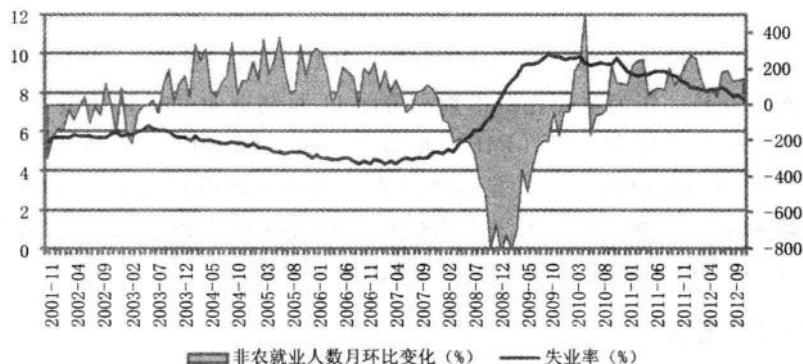


图 1-7 2001~2012 年美国非农就业人数月环比变化（千人）和失业率（%）

资料来源：普益财富。

量化宽松——通过印钞来提振经济——能够提振股票、大宗商品等资产的投资人气。这主要是因为量化宽松会给市场注入流动性，促使长期利率稳居低位，并且引发市场对中长期通货膨胀的担忧等，这些因素都将或多或少地为各种资产价格提供支撑。

2012 年 9 月美国联邦储备委员会（Federal Reserve Board, FED，简称“美联储”）正式推出第三轮“量化宽松”政策，虽然这一政策是在美国消费者核心支出物价指数（Price Indexes for Personal Consumption Expenditures Excluding Food and Energy，简称 PCE）在 2012 年前 3 季度持续下行的背景下推出的，但其对 PCE 的影响仍然明显，在 QE3 推出后该指数下行趋势立即停止，并且在年末呈现小幅上扬的态势（见图 1-8）。

新一轮量化宽松政策与 QE2 较为相似，但阻力较 QE2 推出时大。具体表现在四方面：第一，从推出的预期来看，美联储在 QE3 推出前已经将预期引导作用发挥得淋漓尽致。从 2011 年 8 月起的一年时间里，市场多次燃起对 QE3 的预期，几乎每一次都给市场价格带来一番波动。在正式推出 QE3 之前的一个月，美联储更是利用 FOMC 会议纪要、杰克逊霍尔央行年会以及非农就业数据的几个机会窗口，将市场对 QE3 的预期推到极致。因此，与 QE2 相似，在 QE3 推出前的两个月，大宗商品已经消化了市场对宽松政策的预期，大宗商品价格走势强劲。第二，从政策的力度来看，在 QE3 中每月购买 400 亿美元的机构抵押支持证券（MBS），叠加扭曲操作的影响，每月共买入 850 亿美元，规模力度较前两轮更小，边际效应将进一步递减。第三，从推出的目的来看，QE3 的推出除了解决在 QE2 中未能解决的失业率问题外，美国大选和“财政悬崖”的不确定性有可能影响 QE3 对经济的边际效应。第四，从作用的机制来看，QE2 推出时美国的 10 年期国债收益率处于相对高位，而当前美

国国债收益率处于历史底部，导致本轮货币政策的作用机制可能更为钝化。



图 1-8 2001 ~ 2012 年美国消费者核心支出物价指数月同比 (%)

资料来源：普益财富。

QE3 推出后，美国主要经济指标呈现阶段性好转。2012 年第三季度，美国农产品、石油类产品、消费品的出口都出现了上升。作为主要先行指数，美国 11 月制造业 PMI 初值升至 52.4，为 6 月以来最高，且好于预期。国际货币基金组织（IMF）此前在全面下调 2012 年全球经济增长预测时，唯独对美国经济全年增速由 2% 提高到 2.2%，显示出对美国经济复苏的信心有所增强。而目前，美国经济最大威胁是“财政悬崖”问题。如果无法达成相对缓和的减赤计划，“财政悬崖”可能在 2013 年初令美国经济“失血”6 000 亿美元，并导致美国经济陷入衰退。

二、欧元区经济前景黯淡

2012 年困扰欧元区最大的经济问题依然是主权债务危机，这一问题始于 2009 年 12 月 8 日，以三大评级机构下调希腊主权评级为标志的欧债危机，已延续三年。经过三年的痛苦摸索，欧元区基本明确了以财政紧缩和结构性改革为主、外部援助为辅的综合应对措施。随着援助希腊与援助西班牙银行业协议的达成、援助爱尔兰和葡萄牙项目的稳步推进以及欧洲央行公布直接货币交易计划（OMT），2012 年下半年以来，欧洲股市实现大幅回升。其中，欧债危机“祸首”希腊，其股市在过去 6 个月内强劲反弹逾 70%，成为半年内全球股市涨幅“状元”。然而，不可忽视欧债危机的长期性及对市场的负面影响，欧元区应对危机仍任重道远，未来不排除危机恶化的可能性，笼罩欧洲股市的不确定性仍将存在。

欧元区债务危机的持续恶化已经影响到实体经济，2012 年第一季度欧元区（17 国）GDP 零增长。两大核心国家德国和法国虽未陷入衰退，但 17 个国家中有 9 个国家是负增长。其中希腊 GDP 同比下降 6.2%，处于深度衰退。第二季度欧元区经济环比下降 0.2%，同比下降 0.5%。其中，德国环比增长 0.3%，低于第一季度的 0.5%，但好于市场预期；法国持平；意大利连续第四季度出现下降，降幅达 0.8%；欧元区第三季度基本面未有改观。欧盟委员会发布的报告显示，2012 年 9 月反映经济信心的欧元区经济敏感指数连续 19 个月下滑，达到 85 点，为 2009 年 9 月以来最低点。其中，欧元区核心国家的信心出现大幅下滑。值得注意的是，德国经济增长率已经不足以使整个欧元区经济保持在零水平之上，且在欧元区和整个欧盟经济衰退的大潮中，德国开始走下坡路：制造业订单减少，工业产出量减少，进出口总额减少，不排除 2013 年陷入衰退的可能。欧盟委员会预计 2012 年欧元区 GDP 增长率下降 0.1%；欧洲央行预计萎缩 0.2% ~ 0.6%；IMF 预计下降幅度为 0.4%。第一，经济增长乏力严重拖累重债国的减赤进程。第二，实体经济下滑将降低银行的资产质量和盈利能力，欧洲银行业风险进一步加剧。第三，经济不景气导致失业率飙升，社会风险持续发酵。第四，由于经济持

续低迷,反对财政紧缩的声音日益增大,将严重损害各国政府的稳定性和执行力,重债国的政治乱局和核心国的政权更迭可能引发新的市场恐慌。

从中长期看,欧债危机不是单纯的主权债务危机,而是欧洲一体化过程中诸多矛盾和缺陷的体现。欧洲面临财政紧缩和经济增长的两难局面;欧元区面临着“转型”和“危机”的艰难平衡。动荡和低迷,仍将是一个长期的反复过程。如果不继续推行紧缩,市场会认为政府减赤不力;而如果进一步推行紧缩,市场又会担心实体经济陷入衰退。如果希腊退出欧元区,其他成员国的主权债务信用评级也会遭受降级,届时影响难以估量(见图1-9)。

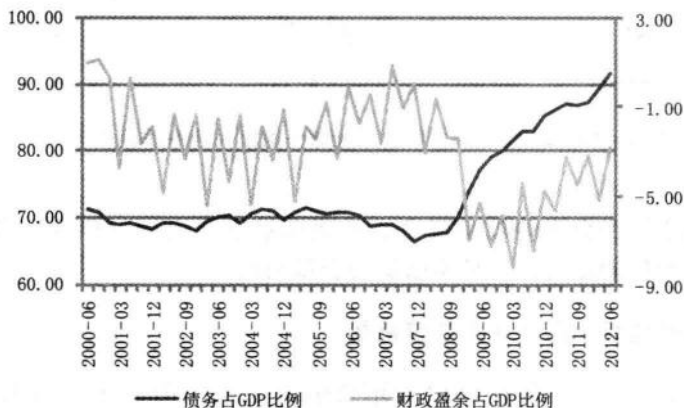


图 1-9 2000 ~ 2012 年欧元区债务占 GDP 比例与财政盈余占 GDP 比例 (%)

资料来源:普益财富。

主权债务危机对实体经济的冲击波及国民经济的各个层面,使得无论政府还是企业、机构还是个人都受到负面影响。在金融市场上,主权债务危机的影响令投资者大幅抛售股票、大宗商品等风险资产,欧债危机爆发后至2012年6月,欧洲斯托克50指数自2007年7月所创高点4572.82点下跌55%,至2050.16点;斯托克欧洲600种银行股指数自金融危机前2007年7月所创高点400.99点,几近“腰斩”至233.48点。2012年下半年以来,欧债危机形势缓解,欧洲股市大幅反弹,表现明显好于全球其他经济体市场。据统计,在2012年全球表现最好的是希腊股市,截至2012年12月4日收盘,希腊ASE指数自6月5日所创低点471.35点强劲反弹74%,至819.39点;而欧元区高负债国西班牙和意大利股市分别上涨34%和29%,欧洲斯托克50指数上涨26%。另外,主权债务危机向银行系统蔓延,将造成信贷紧缩,从而加大经济下行风险。银行间拆借利率的持续上升表明欧洲银行间流动性不断恶化。即便是五大央行联手向欧洲银行系统注入美元流动性以及欧洲央行重启非常规的公开市场操作,向欧洲银行系统提供大量流动性以后,银行间拆借利率也依然没有回落。

经济下行的风险对就业市场的打击同样沉重,欧元区经济衰退推高了欧元区的失业率,2012年欧元区的整体失业率维持在11%左右的高位(见图1-10),西班牙和希腊等主要债务国的失业率已经高达25%以上。根据欧盟委员会的调查,未来欧元区就业预期持续下降,而消费者失业预期不断加大,显示未来欧元区就业市场情况将继续恶化。尽管欧元区成员国的情况有所不同,其中以西班牙的失业情况尤为严重,但是由于2013年经济形势的恶化以及债务危机的影响,大部分欧元区成员国就业率情况将难以改善。

长远来看,建立财政联盟是解决欧债危机根本问题的关键措施之一,但是,由于牵涉修改欧盟条约,财政联盟短期内难以实施,也难以起到稳定市场信心的作用。从另一方面来看,财政联盟的实质是希望各国都出让部分财政主权,从而能起到对欧元区成员国,尤其是各主要债务国的监督作用。2013年德国和意大利的大选结果直接关乎政策的连续性,欧债危机的根本解决之路在于重塑财政与财政一体化,以救助换改革,而这显然是个更加漫长与曲折的过程。预计2013年的经济活动将取决

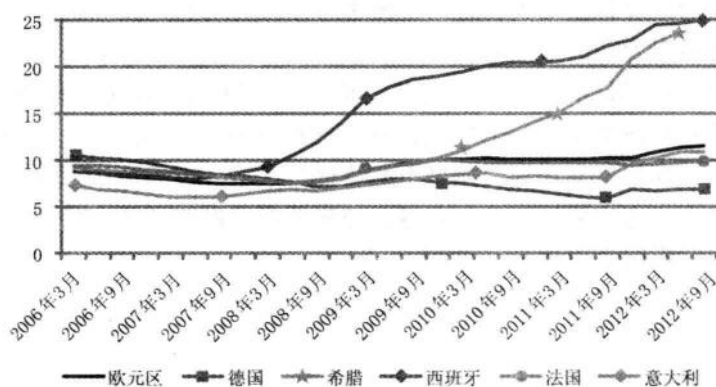


图 1-10 2006 ~ 2012 年欧元区部分国家失业率季度值 (%)

资料来源：普益财富。

于两大事件：一是西班牙是否会申请救助资金，从而满足欧洲央行（ECB）启动债券购买计划的条件，并缓解欧元区经济增长的压力；二是希腊是否会退出欧元区。

三、新兴经济体增长放缓，面临更多政策挑战

与发达经济体相比，新兴经济体在 2012 年增长相对强劲，IMF 公布的数据显示，预计 2012 年全球新兴和发展中经济体的整体 GDP 环比增速将达到 5.3%，远远超过发达经济体 1.3% 和全球平均 3.6% 的增速。金融危机期间，新兴市场和发展中国家经济保持了较高增长，成为世界经济增长引擎。但 2012 年以来，外部环境恶化和内部结构问题同时作用，使该地区经济风险加大，经济增长进入下行通道。其中贵金属需求放缓已经严重打击了南非出口市场，而初级产品价格大跌使巴西本已糟糕的经济雪上加霜，俄罗斯经济又经受着石油价格波动所带来的影响，货币政策和内政不稳使印度经济难以保持高增长。主要新兴经济体在 2012 年进入降息通道，基准利率在 2012 年整体偏低，中国、俄罗斯、巴西和印度央行 2012 年全年降息幅度位于 25 ~ 75 个基点之间，其中巴西调降后的基准利率处于历史最低水平，印度央行三年来首次下调基准利率（见图 1-11）。

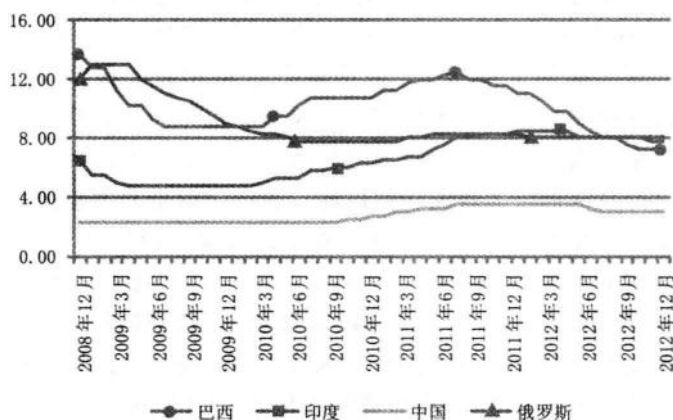


图 1-11 2008 ~ 2012 年“金砖四国”基准利率 (%)

资料来源：普益财富。

2008 ~ 2011 年，发达经济体与新兴经济体 GDP 增速差距分别为 6.05、6.21、4.44 和 4.58 个百分点，新兴市场在危机中的前期表现非常强劲，但 2012 年，增速差距降至 3.99 个百分点，低于危机前 4 年和 21 世纪以来的平均水平，新兴经济体的相对表现明显疲软（见图 1-12）。

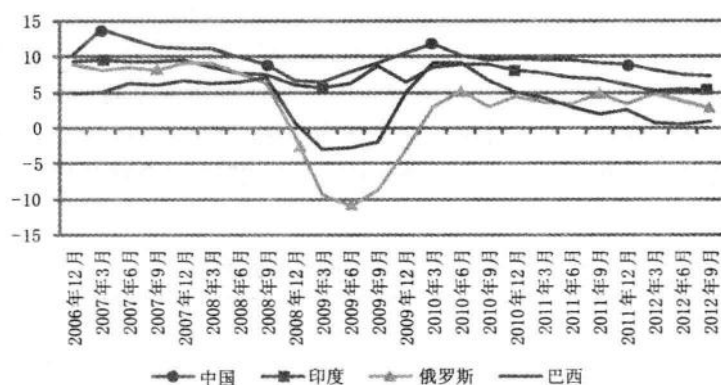


图 1-12 2006 ~ 2012 年金砖四国 GDP 季度同比增长率 (%)

资料来源：普益财富。

作为世界第二大经济、新兴市场领军者，中国经济增速放缓：为了控制通胀而采取紧缩政策，导致政府基建投资下降；为控制房地产泡沫，遏制房地产投资的影响逐渐突显；需求方面，短期内国内需求难以迅速提振；再加上欧债危机以及国际需求整体减弱，贸易增速明显放缓。2012年第二季度中国GDP增长率下降到7.6%的三年最低水平。

经济改革推动，外资大量涌入，进出口总额大幅增长，印度经济一度呈现两位数增长。但2012年以来，经济政策的政治障碍重重、印度卢比大幅贬值、私人投资枯竭导致印度经济增长乏力。2012年第一季度GDP增速为5.3%，不仅低于政府预期的6.9%，而且是9年来的最低。

在欧美经济下滑的背景下，亚洲经济的高速增长受到抑制，亚洲开发银行预计，2012年亚洲经济增长6.1%，是近年来增长最为缓慢的年度之一；2013年的增长预测为6.7%，增速低于2011年的7.2%。受到2011年北非政局动荡牵连，非洲经济增长率曾跌至3.4%，2012年非洲经济重现增长。农产品、石油和矿产成功吸引到大量投资；随着中产阶级队伍的壮大，消费、住房和投资成为经济新的增长点；在自然资源并不丰富的国家，教育、企业的创新等拉动着经济的增长。世界银行预计，2012年撒哈拉以南非洲经济增长率为4.8%。IMF预计2012年非洲经济增长率为5.4%；非洲开发银行和联合国预计，2012年非洲经济增长率有望达到4.5%。

2012年以来，新兴市场经济增长放缓，需要更宽松的货币政策提振本国投资和消费，以弥补外需不足的影响，但消费者物价指数（CPI）的走高可能使政策实施遭遇严重阻碍，有必要警惕新兴市场这个经济增速“火车头”的失速风险。

四、2013 年全球经济展望

2012年世界经济复苏道路坎坷。欧债危机恶化使得已经脆弱的经济复苏态势再度陷入困境。发达经济体经济增长率持续下滑，新兴市场和发展中经济体增速放缓。在全球金融危机后经历三年乏力且不平稳的复苏之后，全球经济可能正处在另一个衰退边缘。预计2013年全球经济将继续维持疲弱的增长，而这种增长率远远不足以解决大部分发达经济体持续的失业危机，并且将拖累发展中国家的收入增长。全球经济重新下行的趋势正在迫近，是因为主要发达经济体经济增长持续疲弱，并且自2008~2009年“大萧条”以来遗留的问题始终未能解决。

困扰全球经济的问题是复杂且互相联系的，其中最紧迫的挑战是持续的失业危机以及对经济增长的预期不断下降，发达经济体更是如此。不少发达经济体由于失业率始终在9%的高位徘徊，同时收入增长停滞不前，使得需求增长疲弱，进而拖累经济在短期内难以实现复苏。

2013年，全球经济仍将处于低速复苏阶段。新的增长点和增长区域尚未形成；货币政策和财政