



中国人民银行营业管理部

# 2009年调研报告选编

DIAOYAN BAOGAO XUANBIAN

杨国中 主编



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 中国人民银行营业管理部 2009 年调研报告选编

杨国中 主编

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国人民银行营业管理部 2009 年调研报告选编 / 杨国中  
主编. —北京: 经济科学出版社, 2010. 7  
ISBN 978 - 7 - 5058 - 9454 - 9

I. ①中… II. ①杨… III. ①中国人民银行 - 调查报告 - 2009  
IV. F832. 31

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 108129 号

责任编辑: 段小青  
责任校对: 徐领弟  
版式设计: 代小卫  
技术编辑: 邱 天

## 中国人民银行营业管理部 2009 年调研报告选编

杨国中 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天宇星印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

787 × 1092 16 开 20.25 印张 500000 字

2010 年 7 月第 1 版 2010 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9454 - 9 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

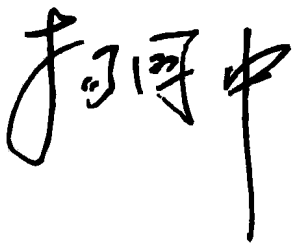
(版权所有 翻印必究)

# 序 言

2009年，在全球百年一遇金融危机的巨大冲击下，我国经济发展进入新世纪以来最为困难的一年。国内外宏观经济金融形势复杂多变，需要深入研究的问题层出不穷。作为总行在北京地区的派出机构，中国人民银行营业管理部认真贯彻党中央、国务院“保增长、调结构、促改革、惠民生”的指导方针，准确把握宏观政策脉动，密切关注经济金融改革创新实践进程，努力提高调查研究工作水平。

一年来，“调研立行”的理念深入人心，全行干部职工群策群力，努力在调研选题上贴近实际，在探索规律上下工夫，在研究深度上谋突破，在研究成果上求创新。紧紧围绕适度宽松货币政策的执行效果、首都经济发展、全球金融危机对宏观经济的影响、外汇管理、金融市场运行、金融服务和内部管理等方面，开展了大量的调研活动，涌现出一批具有较高水平的报告，较好地发挥了调查研究在服务决策方面的作用。本次结集出版2009年优秀调研报告，旨在进一步强化调查研究，更好地促进实际工作。

2010年，我国经济金融形势更加复杂，宏观调控的任务更加艰巨。我们要抓住机遇，以改革创新的精神，求真务实的态度，扎实细致的作风做好新形势下的金融研究工作，要以建设学习型、研究型、专家型、务实型、开拓型团队为载体，加强研究队伍建设，鼓励实践，鼓励探索，鼓励创新，努力形成良好的研究氛围，力争取得更多的研究成果，为促进首都经济平稳较快发展作出更大的贡献。



# 目 录

## CONTENTS

### 宏观经济与信贷管理篇

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 通货紧缩的国际比较与分析.....                 | 3  |
| 票据融资对货币政策传导效应的影响.....             | 7  |
| 我国房地产调控政策累积效应分析 .....             | 11 |
| 金融资源配置效率的优化模型方法研究 .....           | 15 |
| 后金融危机时期我国如何防范和控制通货膨胀 .....        | 20 |
| 我国消费者价格指数长记忆性研究 .....             | 25 |
| 政府土地储备机构投融资规模大幅增长下的结构性问题研究 .....  | 32 |
| 地方政府融资性债务问题研究 .....               | 36 |
| 关于完善大中小企业贷款专项统计制度的建议 .....        | 41 |
| 信贷投放与现金投放关系研究 .....               | 45 |
| 北京循环经济发展以及金融支持研究 .....            | 50 |
| 金融危机对我国风电产业的影响及对策 .....           | 55 |
| 金融危机先行指标国际比较及启示 .....             | 60 |
| 浅析《中国船舶工业调整和振兴规划》实施面临的问题及建议 ..... | 67 |
| 汽车行业“走出去”制约因素分析 .....             | 71 |

### 区域经济篇

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 北京市金融业增加值核算研究 .....              | 77  |
| 金融服务农村基础设施建设的问题与建议 .....         | 81  |
| 北京市房地产市场供求情况及趋势分析 .....          | 85  |
| 投资需求快速回升下的北京市房地产市场存在的问题及建议 ..... | 89  |
| 关于发展首都生态农业及金融支持的调查报告 .....       | 96  |
| 当前首都农村金融发展现状、主要问题及政策建议 .....     | 100 |
| 北京市政策性信用担保体系发展现状、存在问题和政策建议 ..... | 103 |

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 北京地区个人本外币兑换特许试点情况调研·····  | 108 |
| 北京市担保业发展现状、问题及建议·····     | 111 |
| 对北京建设人民币国际清算中心的思考·····    | 115 |
| 北京地区银行业地方级税收收入变动原因探析····· | 119 |

## 金融市场与金融稳定篇

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| 辖内商业银行房地产信贷风险压力测试问题与建议·····       | 127 |
| 关于进一步完善财税库银横向联网系统的建议和思考·····      | 132 |
| 混业经营背景下我国的金融监管模式选择·····           | 136 |
| 中、美信用卡收入结构差异分析及建议·····            | 140 |
| 北京市同城票据交换运行管理模式变革探析·····          | 144 |
| 基于 SVN 的版本控制方案研究与比较·····          | 148 |
| 商业银行非现金支付工具应用趋势与创新模式研究·····       | 152 |
| 提高制度化、规范化水平 进一步完善贷款卡业务管理·····     | 157 |
| 对金融机构反洗钱违规行为直接责任人问责的行政立法研究·····   | 161 |
| FATF 洗钱风险评估战略及其对我国的启示·····        | 166 |
| 中小企业信贷融资现状及政策建议·····              | 170 |
| 2008 年北京市假币收缴情况的调研分析·····         | 176 |
| 美国信用评级监管体系改革对我国的启示·····           | 182 |
| 资本充足率与商业银行发展·····                 | 189 |
| 通过网银（U 盾）实现个人信用报告互联网查询的可行性研究····· | 196 |
| 公允价值会计在我国上市银行的应用分析·····           | 202 |
| 金融机构企业社会责任探析·····                 | 207 |
| 信息技术在商业银行事后监督工作中的应用及对人民银行的启示····· | 211 |

## 外汇管理篇

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 金融危机下外资银行经营状况分析·····            | 217 |
| 国际收支统计与国民账户统计体系关系初步研究及政策建议····· | 222 |
| 关于完善我国国际服务贸易统计体系的思考和建议·····     | 226 |
| 对建立国内外币现钞清算市场的探讨·····           | 231 |
| 中外资新增市场主体外汇业务经营对比分析·····        | 234 |
| 目前银行面临的外汇业务经营难点和对策·····         | 239 |
| 贸易信贷政策实施效果评价与建议·····            | 243 |
| 对完善对外投资监管方式的研究与思考·····          | 249 |
| 中资企业借用国际商业贷款研究·····             | 253 |

综合管理篇

|                                        |     |
|----------------------------------------|-----|
| 从商业银行事后监督工作中获得的启示与借鉴·····              | 261 |
| 优化内控环境的几点思考·····                       | 264 |
| 关于公开招标和邀请招标适用情形的探讨·····                | 269 |
| 北京市支付系统前置机运维人员技术培训调研报告·····            | 273 |
| 现阶段人民银行内部审计转型与发展研究·····                | 279 |
| 从组织行为角度研究行政机关的职责分工和组织架构·····           | 284 |
| 以科学发展观为指导 努力推进基层央行领导班子建设和干部人才队伍建设····· | 289 |
| 中国人民银行营业管理部依法行政工作的理论与实践探索·····         | 293 |
| 人民银行对账工作的分析及建议·····                    | 298 |
| 关于进一步加强新时期离退休干部党支部建设的思考·····           | 303 |
| 关于金融危机下的应对机制和企业文化建设的思考·····            | 308 |
| 南京分行开展行风建设标准化管理调研的情况报告·····            | 312 |

# 宏观经济与信贷管理篇

2009 年调研报告选编



# 通货紧缩的国际比较与分析

本报告比较了1929年美国大萧条、1992~2002年日本“失去的十年”和我国1998~2002年通货紧缩，并对当前我国通货紧缩风险提出初步判断。当前，我国通货紧缩风险已降低，但需求不足和产能过剩带来的物价下行压力仍然存在。在目前经济形势下，继续坚持“双松”政策是必须的：危机时期，先救经济，先防通缩。建议将刺激需求和调整供给结合起来，消除通货紧缩的基础性条件，同时对可能出现的潜在通胀需有预案，未雨绸缪。

## 一、通货紧缩的一般理论

通货紧缩是指一般价格水平的持续下降。通货紧缩通常会导致经济衰退和社会福利状况的恶化，而且容易使经济陷入债务—通货紧缩螺旋和零名义利率约束，给宏观调控带来挑战。

通货紧缩的成因主要有三种解释：一是有效需求不足论，认为通货紧缩源于有效需求的不足。二是货币主义观点，认为通货紧缩源于货币供应量的过度收缩。三是克鲁格曼的通货紧缩观点，认为通货紧缩是经济处于流动性陷阱时，价格机制强制实现经济均衡的必然结果。

## 二、通货紧缩的国际比较与分析

### （一）1929~1933年美国大萧条

1929~1933年，美国国民生产总值下降29%，消费者价格指数下降近25%，股市暴跌近85%，失业率从3%升至近25%，实际利率维持在8%左右。关于美国大萧条的成因，凯恩斯认为，投资需求下降是30年代增长崩溃的根源。弗里德曼和施瓦茨则认为，美联储防止银行破产努力的失败和1930年年底至1933年货币存量的下降是导致大萧条的政策根源。

为摆脱大萧条，1933年3月4日，罗斯福总统开始实行一系列举措：兴建大规模公共工程；颁布旨在挽救银行业的立法，如《1933年银行法》、《格拉斯—斯蒂格尔法》等；颁布《农业调整法》和《全国工业复兴法》，扶持工、农业发展；颁布《社会保障法》，建立社会保障制度等。

## （二）1992～2002 年日本“失去的十年”

1992～2002 年被称为日本“失去的十年”。1991 年泡沫经济的破灭是造成日本“失去的十年”的根本原因。广场协议之后日元兑美元持续升值，经济结构僵化导致生产能力严重过剩，不良资产攀升造成银行惜贷等也是重要原因。日本政府的政策失误，包括 90 年代初未及时处理巨额银行不良资产，1997 年过早实行财政紧缩政策以及 2000 年 8 月过早结束零利率政策，起到了推波助澜的作用。

日本政府采取多种措施应对通缩：实施高达 130 万亿日元的财政刺激方案；实行零利率和数量宽松货币政策；对日元贬值采取听之任之的态度；集中出台一批关于银行业危机管理的金融法案，全面清理主要银行不良资产等。

## （三）1998～2002 年我国通货紧缩

1998～2002 年，我国 GDP 年均增长率从 1990～1997 年的 6.8% 下降到 3.6%，M2 环比平均增速从 1990～1997 年的 21.5% 下降到 8.8%；CPI 增速有 10 个季度为负，增速最快的 2000 年第 1 季度仅环比增长 1.3%。

导致该时期通货紧缩的因素如下：一是结构因素导致国内供给相对过剩。需求转变导致某些供给缺位，重复建设加剧产能过剩。二是体制因素导致国内需求不足。失衡的收入分配格局和滞后的社会保障制度削弱了人们的购买能力和意愿。三是亚洲金融危机后外部需求的低迷。

面对通货紧缩，我国政府采取措施积极应对：一是从 1998 年下半年开始，我国开始采取发行建设国债、减税等扩张性财政政策。二是央行在 1996 年以后连续八次降息，从 1998 年起取消对国有商业银行的贷款限额控制。

## （四）美国、日本和中国治理通货紧缩的启示

一是大规模财政刺激是应对通货紧缩的必然选择。大规模公共工程的兴建对美国经济走出大萧条起到了决定性作用。1998 年下半年开始，我国一系列扩张性财政政策的实施对走出通缩发挥了至关重要的作用。

二是宽松的货币环境和健康的金融体系是反通货紧缩的重要保证。大萧条初期，美联储对一些银行的倒闭不闻不问，对货币供应量急剧缩减只采取非常有限的措施，最终导致了通货紧缩的发生。日本在“失去的十年”中实行零利率和数量宽松货币政策，但由于金融机构的惜贷未能起到刺激经济景气的预期效果。

三是正确判断宏观经济形势，避免政策失误是治理通货紧缩的关键环节。日本政府的政策失误可谓前车之鉴。1997 年，日本政府误将稍见起色的经济形势看作经济已经走出景气低谷的标志，过早提出财政重整计划，从而使日本经济从 1997 年开始急剧恶化。2000 年 8 月，日本央行在通货紧缩压力依然很大时过早结束零利率政策，上调政策利率，又一次将经济复苏势头扼杀在萌芽状态之中。

### 三、当前通货紧缩风险的初步判断及建议

#### (一) 对通货紧缩风险的初步判断

从物价指标本身来看,我国当前通货紧缩“迹象”主要是由翘尾因素造成的,通货紧缩未成现实。一是消费者价格指数同比下降,但主要受翘尾因素影响。一季度,基期因素平均为-1.4%,新涨价因素平均为0.8%。二是进口价格指数和生产者价格指数加速下滑,可能对消费者价格指数产生滞后影响。一季度,我国进口价格指数同比逐月加速下降。生产者价格指数从2008年9月开始下滑,2008年12月首度告负,此后降幅不断扩大。三是国际大宗商品价格止跌企稳,6月9日国际原油价格重回70美元上方,拉低国内物价水平空间变窄。四是房屋销售价格同比下降,但环比上涨。1~5月份,全国70个大中城市房屋销售价格同比分别下降0.1%、1.2%、1.3%、1.1%和0.6%。3月份以后环比上涨,涨幅有所扩大。

从经济增长前景来看,我国经济增长基础并不稳固,需求不足和产能过剩成为下一阶段物价下行的主要压力。一是世界主要经济体复苏乏力,我国出口面临严峻挑战。目前世界经济走势还不明朗。世界银行2009年6月预测,2009年全球经济增长率将大幅放慢至-2.9%,给我国出口带来巨大压力。二是我国经济增长单引擎格局显现,经济增长基础还不够稳固。首先,消费还不足以成为一个强劲的经济增长源。一季度,我国消费增长相对平稳,拉动经济增长4.3个百分点。但消费者信心指数依然偏低,政府刺激消费政策的效果在短期内难以实现。其次,政府投资增速难以持续。1~5月,国有及国有控股投资额为23055亿元,同比增长40.6%。随着我国财政压力逐渐加大,中央政府再出台政策直接拉动基建投资的频率和幅度会受到更多的制约。最后,去库存化过程仍未结束,关键行业产能过剩状况可能加剧。自2008年下半年以来,产成品库存指数一直高于原材料库存指数,表明产能过剩矛盾加剧,对工业品的需求尚未全面复苏。

从银行体系稳健性来看,我国银行体系资本充足,资产负债表健康,不会成为诱发和加剧通货紧缩的因素。一是随着适度宽松的货币政策的实施,我国银行体系流动性充裕。5月末,广义货币供应量(M2)余额54.82万亿元,同比增长25.74%,增幅比上年末高7.92个百分点。二是商业银行资本充足状况良好,不良资产率下降。一季度,由于资产减值和不良拨备,我国银行业的资本充足率有所降低,但整体达标状况仍然良好。3月末,我国境内商业银行不良贷款余额5495.4亿元,比年初减少107.7亿元;不良贷款率2.04%,比年初下降0.38个百分点。但实体经济盈利能力羸弱会增加银行信用风险,信贷流向过于集中也不利于商业银行分散风险,新增贷款激增为不良贷款的增长埋下了隐患。

#### (二) 防患于未然的几点建议

一是继续保持财政对经济的刺激力度,积极引导投资结构优化。应积极落实“四万亿”刺激计划和十大产业振兴规划,并根据经济形势不断调整;继续加大财税对高新技术产业和

优势产业的支持力度，为相关产业重组和淘汰落后产能创造条件；积极引导投资结构优化，提高自主创新和结构调整投资的比重。

二是合理控制信贷投放节奏，有效解决信贷结构性问题。应继续保持信贷稳定增长，避免信贷投放忽松忽紧增加宏观不确定性；坚持“区别对待、有保有压”，优化投资信贷结构，避免加剧产能过剩；加强对中小企业的信贷支持，充分发挥其促进经济增长和吸纳就业的作用；央行应根据银行业盈利状况和市场流动性状况，灵活调整利率和准备金率。

三是继续保持人民币汇率稳定，大力提高出口商品竞争力。应继续保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；提高纺织、钢铁、轻工等行业的出口退税率；解决贸易融资难问题，降低企业出口保费负担；鼓励有条件的企业实施“走出去”战略，提高国际市场占有率；促进出口企业转换经营机制，调整产品结构，增加产品附加值，提高核心竞争力。

四是稳步推进社会保障制度改革，促进消费平稳较快增长。应加大对农民和城市低收入人群的转移支付；鼓励地方政府发放消费券，加大家电和汽车下乡的补贴力度；“四万亿”投资计划向教育、医疗等民生领域倾斜；实施结构性减税，提高个税起征点；推进社会保障制度改革，大幅提高社会保障水平。

五是加强宏观经济形势分析研判，提高宏观调控政策前瞻性。应加强对宏观经济指标的监测、分析和发布，加大反通货紧缩政策的宣传力度，稳定和引导社会公众的预期；综合考虑总体和核心通货膨胀两类物价指数，区分影响物价水平的长期趋势和短期波动因素，提高货币政策的稳定性、持续性和前瞻性；关注资产价格波动，防止资产价格崩溃对市场信心和宏观经济的毁灭性影响；关注大规模流动性注入的潜在通货膨胀效应，做好政策预案，力求未雨绸缪。

（课题负责人：杨国中）

# 票据融资对货币政策传导效应的影响

票据融资业务“异常”高增长<sup>①</sup>和 M1 超低增长<sup>②</sup>是适度宽松货币政策下当前全国经济金融运行出现的新现象。为了解票据融资“异常”高增长背后的原因，正确认识票据融资与 M1 增速背离现象，服务于中央银行货币政策调控，我们组织人员实地走访了北京地区的商业银行，并对全国和北京的相关数据进行了分析。调研分析发现，票据融资与 M1 增速背离应属于短期现象，当前票据融资大幅增长有其合理性，而票据理财产品资金逆向回流是 M1 增速低于预期的重要原因。

## 一、北京市票据融资业务基本情况

### （一）承兑业务发展平稳

截至 2009 年 2 月末，辖内商业银行银行承兑汇票余额为 815.8 亿元，同比增长 11.2%；1~2 月累计签发银行承兑汇票 378.9 亿元，同比增加 5.8 亿元。2008 年以来月均签发银行承兑汇票 200~300 亿元，承兑业务发展相对稳定。

### （二）票据贴现快速增长

2008 年 11 月、12 月辖内商业银行票据贴现余额分别增长 42.6% 和 34.0%，高于同期贷款增速 30.7 和 20.9 个百分点。2009 年以来，票据融资继续高速增长，主要受买断式转贴现增长带动。2 月末，票据贴现余额 1692.7 亿元，其中买断式转贴现占 69.2%；前两个月新增票据贴现 810.8 亿元，其中买断式转贴现占 85.7%。

### （三）票据市场利率大幅走低

2008 年上半年，受从紧货币政策影响，票据贴现利率不断攀升，一度高达 8% 以上，甚至出现无法贴现的情况。2008 年三季度开始，随着货币政策逐步放松，票据贴现利率逐月走低，年底票据贴现利率下降至 2.5% 左右，目前基本与再贴现利率持平。票据二级市场的利率走势也类似，转贴现利率最低跌至 1% 左右，近期略有回升，目前维持在 1.5% 左右。

---

<sup>①</sup> 2009 年 1 月，全国新增人民币各项贷款中票据融资所占比重高达 38.5%，新增额达到 6239 亿元，与 2008 年全年新增量（6460.8 亿元）基本持平。

<sup>②</sup> 2009 年 1 月末，广义货币供应量（M2）余额为 49.61 万亿元，同比增长 18.79%，增速比上年末高 0.97 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 16.52 万亿元，同比增长 6.68%，增速比上年末低 2.38 个百分点。

## 二、近期全国和北京票据融资高增长的原因分析

调研分析发现，全国和北京票据融资的高增长，有其合理因素，是微观经济主体在适度宽松货币政策下的自主行为，是基于市场竞争的现实选择。

### （一）低成本融资推动企业大幅增加票据融资需求

按照恒等式：新增票据融资 = 期间商业汇票累计贴现额 - 期间已贴现商业汇票累计到期额。假定期间已贴现商业汇票累计到期额未发生明显变化，则企业在此期间集中贴现将造成票据融资余额大幅增长。实施适度宽松的货币政策后，金融机构流动性充裕，票据贴现利率大幅走低，不仅低于短期融资券普遍在 3% 以上的融资成本，而且更是远低于相同期限短期贷款利率，企业对低成本融资的追求使得商业汇票贴现额在短期内大幅增加。在调研中商业银行反映，近期包括中石化等大型企业集团和铁道部利用票据融资替代短期贷款甚至中长期贷款的情况明显增加。

### （二）资金运用压力增大促使商业银行短期内大幅增加票据融资业务

在适度宽松货币政策下，银行体系流动性充裕，货币市场整体利率较低，商业银行资金运用压力增大。在年初中央和地方投资项目资金需求尚未大规模增加背景下，相对于超额存款准备金 0.72% 的利率，票据融资业务仍有利可图，积极发展票据融资业务成为商业银行资金运用的现实选择。另外，商业银行通过票据融资迅速提高贷款规模和增速，也可显示出其执行适度宽松货币政策的积极性和力度。

### （三）票据理财产品发展动力不足促使票据融资业务由“表外”向“表内”回归

如不考虑票据到期因素，则有如下恒等式：累计票据贴现额 = 表内累计票据贴现额（新增票据融资）+ 表外累计票据贴现额（新增票据类理财产品）。2008 年，在实施适度宽松货币政策前，为规避信贷规划管制，商业银行加大票据型理财产品开发力度，大量票据贴现业务从“表内”向“表外”转移。2008 年前三季度，全国商业汇票的季均累计贴现额为 31813.3 亿元，同期全国人民币票据融资余额季均增加 533.7 亿元。实施适度宽松货币政策后，随着票据收益率大幅下降，商业银行票据理财业务出现萎缩，新发行票据理财产品减少，甚至部分存量票据理财产品也由“表外”向“表内”回归。据商业银行反映，2008 年前三季度发行票据类理财产品的情况较为普遍，但进入第四季度后，商业银行少有此类理财产品发行。与之相对应，2008 年第四季度，全国商业汇票累计贴现额 39648 亿元，与前三季度相比增幅不大，但同期全国人民币票据融资却大幅增加 4859.6 亿元。

### （四）不排除融资性票据出现的可能

一般来讲，票据承兑额与贴现额的运行趋势存在同向性，承兑额增加应带动贴现额增

长,反之则相反。建立在真实交易基础上的票据融资与宏观经济存在密切关系,当经济上行时,真实交易增加,真实票据贴现量会加大;当经济下行时,真实交易下降,真实票据贴现量也会相应减少。而在我国宏观经济下行压力增大、经济活跃程度下降的背景下,2009年前两个月,全国票据融资大幅增长,不排除存在部分的融资性票据。

### 三、票据融资与货币供应量关系的几点分析

#### (一) 银行承兑保证金不是 M1 和 M2 喇叭口扩大的主要原因

企业通常用活期存款缴纳银行承兑汇票保证金。在货币供应量统计上,活期存款属于 M1 范畴,而银行承兑汇票保证金纳入 M2 统计。因此有人认为,银行承兑保证金的存在,是 M1 和 M2 喇叭口扩大的重要原因,如商业汇票承兑额增加,企业活期存款下降,将导致 M1 增速下降和 M2 增速不变。我们认为,静态观察, M1 增速回落固然有银行承兑保证金因素影响。但动态看,商业汇票贴现后,企业活期存款会大幅增加(贴现额一般大于银行承兑保证金), M1 增速将快于 M2 增速,对 M1 和 M2 的喇叭口有缩小效应。

#### (二) 票据理财产品资金逆向回流是 M1 增速低于预期的重要因素

票据类理财产品是商业银行应对信贷规划调控的金融产品创新。通过引入信托机制,商业银行将票据打包为理财产品,出售给普通投资者,一方面满足了企业对贴现的资金需求,另一方面又不占用商业银行信贷额度。在此过程中,面向储户发行票据类理财产品,居民储蓄存款经信托公司同业存款过渡,最终成为企业存款,实现了 M2 向 M1 的转化。而理财产品到期时,为支付到期款项,企业活期存款逆向回流,最终变为居民储蓄存款,资金完成 M1 向 M2 的回归。通过调研并估算,2009 年 1 月约有超过 3000 亿元<sup>①</sup>的票据理财产品到期后资金由 M1 转入 M2,成为 M1 增速较低的重要因素。

#### (三) 票据融资与 M1 增速背离应属于短期现象

通过前面分析,我们认为,票据融资增长,企业活期存款会增加, M1 增速也会相应提高。而 2009 年 1 月全国票据融资大幅增长与 M1 增速较低的背离情况,应属于短期现象,主要是受到票据理财产品资金逆向回流的影响。随着票据融资的持续增长,将很快带动 M1 增速的提高。2009 年 2 月,全国票据融资新增 4870 亿元,占各项人民币贷款新增额的 45.5%,而 2 月末 M1 增速则同比增长 10.87%,比 1 月末提高 4.19 个百分点。

<sup>①</sup> 假定 2008 年第 3 季度和第 4 季度新增票据融资相等,第 3 季度和第 4 季度商业汇票承兑和贴现量相等,商业银行只有通过发行票据理财产品一种方式规避信贷规划调控,根据“全国第 3 季度票据理财发行额=全国第 4 季度票据融资新增额-全国第 3 季度票据融资新增额”,全国第 4 季度新增票据融资 4859.6 亿元,第 3 季度新增票据融资 1550.9 亿元,可以推算得到第 3 季度全国发行的票据理财产品规模约为 3308.7 亿元。再进一步假定 2008 年第 3 季度票据理财产品全部在 2009 年 1 月份到期,那么为支付到期款项,2009 年 1 月份,企业活期存款将下降 3308.7 亿元,居民储蓄存款将增加 3308.7 亿元。

#### （四）票据融资与贷款在支持实体经济方面具有同质性

尽管票据兼具结算和融资双重职能，但在金融支持实体经济方面，票据融资与其他类型的贷款具有同样的效用。票据融资是中小企业、关联企业和上下游企业之间主要的短期融资方式，是金融服务于实体经济的重要途径。从北京情况看，虽然商业汇票签发以大企业为主，但票据贴现的主体却是中小企业。因此票据融资的快速发展有效增强了金融机构对实体经济的资金支持。

### 四、政策建议

#### （一）正确认识票据融资对实体经济的支持作用

在流动性总体充裕的背景下，预计 2009 年上半年票据融资规模难以迅速回落，但增速会放缓。只要企业对适度宽松货币政策和信贷规模大幅扩张的预期不变，就会继续以票据融资方式替代贷款；而商业银行资金运用压力又较大，也会不同程度满足企业的票据融资需求，这样短期贷款票据化的势头仍将延续。因此，应正确认识票据融资对实体经济的支持作用，引导金融机构加大对中小企业签发银行承兑汇票的支持力度。

#### （二）加强对商业银行票据业务的监管

尽管融资性票据存在一些有利的方面，但其危害也很明显，会影响货币政策的效果和金融体系的稳定性。因此我国仍应坚持商业汇票签发基于真实交易的原则，坚决打击以融资性票据套取银行资金的行为。有关部门应加强监管，督促商业银行加强票据业务管理，对企业利用虚假交易签发商业汇票并融资的行为进行严厉处罚。目前，可考虑在人民银行征信系统记载企业利用虚假交易签发商业汇票的行为。

#### （三）完善票据相关统计制度

一是完善商业汇票签发、贴现的统计，分期限、分行业、分企业类型等按月进行监测；二是完善商业汇票保证金存款的统计，对保证金比例过高的承兑业务要给予密切关注；三是完善票据理财产品的专项监测。

#### （四）改革票据贴现利率定价机制

鉴于票据市场利率已是“事实上的市场化利率”的现状，建议加快推进票据贴现利率改革。票据贴现利率的市场化改革，有助于中央银行通过引导市场利率来影响票据业务主体行为，进而提高货币政策实施的效果。

（课题负责人：杨国中）