

中国人民银行营业管理部优秀调研成果选编（2018）

供给侧结构性改革下的 首都金融研究与实践

● RESEARCH AND PRACTICE OF CAPITAL FINANCE UNDER SUPPLY SIDE STRUCTURAL REFORM ● 杨伟中 ◎主编 ●



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国人民银行营业管理部优秀调研成果选编（2018）

供给侧结构性改革下的 首都金融研究与实践

● RESEARCH AND PRACTICE OF CAPITAL FINANCE UNDER SUPPLY SIDE STRUCTURAL REFORM ●

杨伟中 ◎主编



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

供给侧结构性改革下的首都金融研究与实践/杨伟中主编.—北京: 经济管理出版社,
2019.1

ISBN 978-7-5096-6356-1

I. ①供… II. ①杨… III. ①地方金融事业—经济发展—研究—北京 IV. ①F832.71

中国版本图书馆CIP数据核字 (2019) 第016674号

组稿编辑: 宋 娜
责任编辑: 赵亚荣
责任印制: 司东翔
责任校对: 陈 颖

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn
电 话: (010) 51915602
印 刷: 三河市延风印装有限公司
经 销: 新华书店
开 本: 720mm × 1000mm/16
印 张: 26
字 数: 440千字
版 次: 2019年5月第1版 2019年5月第1次印刷
书 号: ISBN 978-7-5096-6356-1
定 价: 98.00元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

主 编：

杨伟中

副主编：

贺同宝 边志良 付喜国 刘玉苓

曾志诚 姚 力 梅国辉 李玉秀

编 审：

余 剑 陶娅娜 李 康

前言

党的十九大提出，新时代我国经济发展的特征是经济从高速增长阶段转为高质量发展阶段，这对金融工作提出了更高要求。做好新时代金融工作，离不开高质量的调查研究。习近平总书记强调，要在全党大兴调查研究之风，推动全党崇尚实干、力戒空谈、精准发力。北京作为首善之都，更需要我们通过扎扎实实的调研，适应新时代、聚焦新目标、落实新部署。

对于人民银行而言，调查研究工作是提高工作能力与履职水平的重要前提和重要手段。中央银行的地位特点决定了调查研究工作是我们的立身之本，要求我们在坚持党对金融工作集中统一领导的前提下，更加体现中央银行专业水准，凸显中央银行专业精神，通过独特、前瞻、逆周期的视角，做出专业独到的分析判断，发出专业权威的声音，以高水平的专业水准去分析问题、解决问题。尤其是第五次全国金融工作会议决定设立国务院金融稳定发展委员会，把金稳委办公室设在人民银行。党的十九届三中全会和国务院机构改革方案也明确，把拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入人民银行。这就要求人民银行的工作要跳出原有的条条框框，着眼大局，站在金融业和金融体系发展的整体来谋划和推进金融工作，以更宽的视角、更广的格局、更专业的水平深入研究金融业改革发展的重要问题。可以说，调查研究的过程本身就是中央银行科学决策的过程，调查研究的水平决定了中央银行的工作水平。

《供给侧结构性改革下的首都金融研究与实践》是从人民银行营业管理部2017年完成的140余篇调研成果中精心筛选出61篇进行编校出版，反映了供给侧结构性改革不断深化的背景下，人民银行营业管理部对2017年宏观经济形势、区域金融运行、金融服务、外汇管理、金融风险防控、综合管理等领域的研究和思考成果，凝聚了我们在履职过程中的心血和感悟，同时也从侧面记载了首都金融改革的轨迹。

全书坚持理论研究、政策探讨与实务分析的统一，调研成果中有的跟踪国际国内经济金融理论并予以拓展，开启了我们理论研究和政策讨论的许多

新思路；有的剖析首都经济金融运行的热点难点问题，为科学决策出实招；有的立足服务央行履职，为推动工作、提升履职效能建言献策。根据主题，全书分为五部分：①宏观经济与金融政策篇，共收录 12 篇文章，其中既有研究货币政策框架、利率形成及传导机制、金融风险防范、数字货币等与人民银行履职相关的问题，也有聚焦实体经济发展、金融扶贫等方面的热点难点问题。②区域经济篇，共收录 12 篇文章，对京津冀协同发展和北京地区房地产市场、科技金融、绿色金融、区域信用体系建设、地方国库现金管理等方面的最新状况和问题进行了翔实而深入的探讨。③金融监管与金融稳定篇，共收录 12 篇文章，分析了新形势下跨境资金流动、支付市场、消费金融等领域的风险因素和防范机制，从多个维度为维护金融市场的金融稳定提供了夯实的素材资料。④外汇管理篇，共收录 12 篇文章，集中研究了外汇预期管理、外债管理、跨境融资等外汇管理值得加强注意和深入思考的问题。⑤综合管理篇，共收录 13 篇文章，主要涉及新时期央行改革发展和央行治理过程中，在推动会计财务工作转型、强化党风廉政建设和反腐败工作、推进机关文化建设、加强数据中心建设等方面的理论研究和实践探索。

将这些调研成果向社会同仁提供分享，希望能够为首都经济金融工作提供有益参考，并衷心期待读者的批评与反馈，以进一步促进央行金融理论和政策研究的深化与提高。

编者

2018 年 8 月

目 录

一 / 宏观经济与金融政策篇 1

1. 金融周期、金融危机与系统性风险防范 杨伟中等 3
2. 中央银行流动性管理和货币信贷调控 周学东等 12
3. 法定数字货币发行与流通管理研究 付喜国等 19
4. 利率倒挂的相关影响 魏海滨 王丝雨 25
5. 《中华人民共和国个人信息保护法》立法研究报告 袁新峰等 32
6. 新时期中美贸易关系动态演进趋势及应对分析 金梅等 39
7. 关于在非洲推动人民币跨境使用的研究 周丹等 45
8. 北京市非金融企业杠杆率问题研究 施玲华等 50
9. 关于集体建设用地建设租赁住房试点的调研报告 孙丹 57
10. 欠发达资源富集地区金融扶贫的问题与对策研究
——以陕西省榆林市为例 陈涛 李彩云 63
11. 人民币汇率向国内价格的传递系数大小、变动趋势及启示
——基于汇改后数据的 VAR 模型的实证检验 盖静 70
12. 国际化背景下人民币跨境支付系统的发展研究 李丽 80

二 / 区域经济篇 87

1. 北京市住房市场的周期性调整及长效机制建设 贺同宝等 89

2. 推动京津冀绿色协同发展的政策建议	梅国辉等	95
3. 金融服务京津冀产业转移中存在的问题及建议	魏海滨等	100
4. 京津冀三地主要经济金融指标对比分析及思考	林晓东等	105
5. 利用绿色基金促进京津冀协同发展	林晓东等	111
6. 供给侧结构性改革背景下京津冀区域信用体系 建设研究	袁新峰等	117
7. 上海、福建自贸区金融改革实践对北京中关村地区金融 改革的启示	王利生等	124
8. 关于京津冀科技金融协同发展的思考	王子文等	129
9. 我国三大城市群城市经济引力测度及对京津冀协同发展的 启示	陶娅娜 李康	135
10. 北京、上海金融业比较分析	杨小玄	144
11. 北京市地方国库现金管理工作存在的问题和 建议	陈永波 杜晓雨	153
12. 北京市代理发行库运行能力评价与分析 ——基于指数运算评价方法	何锦旭	161

三 / 金融监管与金融稳定篇 169

1. 日本存款保险在问题机构处置中的作用及借鉴	刘玉苓等	171
2. 区块链技术在信贷资产证券化上的应用问题研究	李玉秀等	178
3. 特殊目的公司改革回顾和政策再定位的思考	周军明等	185
4. VIE 架构企业跨境资金运作情况调查	周丹等	190
5. 跨境资金流动本外币一体化监管框架研究	金梅等	197
6. 电商平台清结算业务监管思路初探	韩芸 孙宇	203
7. 构建大型企业信用风险有效监测机制的实现路径	夏楠等	209
8. 北京地区非金融企业债务融资工具调查分析及政策 建议	赵晓英 卢朋	213
9. 行政处罚中“个人与单位并罚”条款适用研究	汤旸	217

10. 北京地区部分商贸公司套取银行信贷资金投资 P2P 平台现象
亟须关注 许莹 225
11. 加强开户管理及可疑交易报告后续控制新规出台后的各方反映及
需要关注的问题 宋然等 230
12. 利用房地产洗钱的手法分析和应对建议
——借鉴 FATF 房地产行业洗钱和恐怖融资报告 ... 孙小娟 王培 236

四 / 外汇管理篇 243

1. 我国跨境资金流动的顺周期风险预警研究及建议
——基于月度指标体系 严宝玉等 245
2. 关于境外机构投资者投资银行间债券市场外汇风险管理政策
影响的调查报告 周军明等 251
3. 关于开展外汇舆情信息工作的思考 陈莉莉 257
4. 汇率弹性不断增强背景下我国外汇预期管理机制
探析 张涵宇等 261
5. 全球资本流动冲击下外汇干预有效性研究及国际经验
比较 贾淑梅等 267
6. 外汇管理中充分发挥银行“一线”作用的方法
探索 叶欢 赵理想 278
7. 内保外贷业务潜在风险及建议
——基于 H 银行担保履约案例 李慧姝 283
8. 从外汇管理角度看中国的热钱规模测算及其对经济的影响
分析 梁少锋 孟姝希 289
9. 关于“网络炒汇”的问题与对策 张华敏 300
10. 支付机构留学类跨境支付业务交易背景真实性审核违规风险
值得关注 吕晶 306
11. 非银行金融机构外汇业务现状与外汇管理研究 杨京燕 312

12. 跨国公司外汇资金集中运营管理理论及政策升级研究
报告 宋雪 317

五 / 综合管理篇 325

1. 关于监督中央八项规定精神落实、纠正“四风”工作的调研
报告 杨立等 327

2. 中国人民银行营业管理部干部职工思想状况调查
报告 王远志 代莹 333

3. 数据中心机房智能机器人巡检应用研究 徐斌等 339

4. 视频监控标准在招投标中的有关问题研究 宋肖郎 李瑞 346

5. 新形势下进一步加强和改进营业管理部基层党建工作的
思考 鞠洋等 352

6. 关于党风廉政建设工作的一点思考 胡宪伟 359

7. 中国人民银行营业管理部干部职工压力与心理健康测评情况及
相关建议 蒋素梅 364

8. 人民银行预算绩效管理实践研究 陈文 372

9. 中央银行合并财务报表问题研究 王军只 王婧 378

10. 协议供货在人民银行采购中的应用研究 李伟 384

11. 在新形势下加强离退休干部党支部建设的思考与建议 李斌 389

12. 浅析人民银行机房供电与业务网连续性面临的问题与
对策 袁野 394

13. 关于国库监管事后监督系统运行情况的调研报告 李晓玲 400

供给侧结构性改革下的首都金融研究与实践

宏观经济与金融政策篇

—
Macro-Economy and Financial Policy

金融周期、金融危机与 系统性风险防范

杨伟中等*

2008年，由次贷危机引发的金融危机迅速蔓延，给全球经济带来重创。如今恰逢金融危机爆发十周年，各界对金融危机产生的原因进行了回顾与反思。本文以金融周期理论为基础，以危机发生历史为视角，对金融危机形成机制进行了分析，研究认为近40年来，世界经济周期波动中最显著的特征，在于金融因素对实体经济的影响程度日益增强，且金融与经济之间存在顺周期性交互影响。拉美债务危机、亚洲金融危机、次贷危机等不断发生的危机让市场认识到：信贷快速扩张、资产价格泡沫、过度负债等金融因素正成为影响实体经济周期波动、引发各国金融危机和经济危机的重要根源。

一、金融经济周期理论的发展进程

（一）金融经济周期理论的发展基础：“债务—通缩”理论、银行危机模型

Fisher（1933）指出，1929~1933年，在以高杠杆形成的一系列信用链中，初期商业下滑引发了一些企业的破产和支出下降，并直接导致一轮破产潮。在这种直接作用机制以外，一种更为重要的间接机制也在起作用：资产和商品价格给名义债务人造成巨大偿债压力，促使他们低价倾销资产，反

* 杨伟中：中国人民银行营业管理部主任。参与课题研究人员：贾淑梅、杨小玄，供职于中国人民银行营业管理部金融研究处。

过来又迫使价格进一步下降，触发金融危机。“债务—通缩”恶性循环造成了主要金融经济变量的剧烈波动。不断恶化的信贷市场条件不单纯是真实经济活动下滑的被动反应，其本身就是导致经济衰退和萧条的重要诱因。明斯基的银行危机分析模型指出，在经济景气时，投资者的预期乐观，融资需求强烈，银行信贷投放扩大。经济衰退时，信贷规模收缩，这会加剧金融体系的脆弱性，加大银行危机的风险。这些思想孕育了金融周期理论，为其创立和发展奠定了坚实的理论基础，正式拉开了金融经济周期理论发展的序幕。

（二）金融经济周期理论的完善：信贷周期理论、金融加速器理论和金融中介理论

Kiyotaki 和 Moore（1997）（简称 KM）、Bernanke 等（1999）（简称 BGG）、Gertler 和 Karadi（2011）（简称 GK）为代表的三篇开创性论文正式创立并发展了金融经济周期理论。

金融经济周期理论早期以 Kiyotaki 和 Moore（1997）的信贷周期理论为主，该理论认为过度负债和外生冲击是经济周期的根源，银行信贷是经济周期的重要传播机制。由于信息不对称和金融市场不完善，债务合约存在有限执行问题，金融市场上普遍存在逆向选择和道德风险问题，因而借款人的外部融资存在一个与其资产负债表状况相关的上限。

金融经济周期理论也融合了金融加速器理论的精髓。金融加速器理论思想源于 Bernanke 和 Gertler（1989），文章假设企业与储蓄者之间存在信息不对称，且信息的获取与状态的确认是有成本的。潜在借款人的净财富水平越高，贷款合约的期望代理成本越低，而借款人的净财富通常是顺周期的，因此，经济繁荣时，代理成本下降，投资增加，进一步促进经济上涨；反之亦然。在此基础上，Bernanke 等（1999）正式界定了金融加速器概念，阐述了各种冲击通过“资产价格—外部融资溢价—投资需求”的循环连锁反应对实体经济产生持久、放大影响的作用机理。

Gertler 和 Kiyotaki（2011）首次将金融中介因素纳入周期模型，在金融中介因素作用下，价格加速攀升可能导致非理性繁荣，从而会对实体经济造成伤害。在对美国金融危机背景下的信贷市场和整体经济活动进行全面考察后，他们指出：金融中介市场崩溃是此次金融危机的主要特征，源自金融中介的冲击及银行资本规模变动，使银行面临严重的流动性冲击，并通过信贷市场影响实体经济。

二、金融危机的周期性特点——以金融危机历史为视角

（一）信贷快速扩张为金融危机埋下了隐患

在金融周期与金融危机的国外文献中，大多数学者认为，危机前通常伴随着金融自由化期间缺乏有效监管导致的信贷扩张。Schularick 和 Taylor (2009) 认为，信贷迅速增长是金融危机的明显征兆，暗示危机是信贷过度膨胀和政策当局忽视信用扩张的结果。Elekdag 和 Wu (2013) 的实证研究也发现，危机之前常常存在着明显的信贷扩张。

虽然并非所有的信贷扩张都会导致金融危机，但是大量危机发生前，的确存在信贷扩张现象。20 世纪 80 年代初，墨西哥等国政府部门和国有企业经历了近十年的高速增长，银行争相对其授信，积累了巨大的信贷泡沫，为随后的拉美债务危机埋下隐患。与此同时，日本经济也经历着持续繁荣，吸引大量信贷资金投入市场，日本各家商业银行的存款、贷款总额增速均远超美国及欧洲的商业银行。1989~1990 年，伴随日本货币政策转向，其国内经济下行，并引发财政危机、通货紧缩等一系列连锁反应，短短几年内，日本大量金融机构破产、重整。美国次贷危机前的特殊之处在于其次级抵押市场，信贷供给扩张刺激了抵押贷款需求，导致信贷市场供不应求，抵押贷款经纪人转而取道次级抵押贷款，以满足日益增长的贷款需求。

（二）金融危机前通常存在资产价格泡沫

信贷扩张之后，过剩的流动性为过度投资埋下了隐患。陈雨露和马勇 (2012) 指出，在理解投资时，预期的影响是一个重要问题。由于市场主体的非理性特征，其行为存在高度的正相关性，不仅影响现时的市场状态，还将对市场预期产生影响。一旦市场形成“一致性预期”，预期本身就会成为资产价格的基础，过度投资和狂热投机机会相继发生，资产价格泡沫不断放大。当资产价格上涨超过了信用扩张所能支撑的范围时，市场预期将呈现极不稳定的特征，任何一个冲击都可能诱发逆向预期的形成，导致资产价格泡沫的破裂。

房地产价格泡沫是危机历史中资产价格泡沫的典型代表。20 世纪 80 年代中后期，日本经历了持续的经济繁荣，其房价增长了 5~6 倍，房地产信

贷显著上升，更激发了资产泡沫；90年代初，亚洲金融危机前，泰国、马来西亚、墨西哥等国家的资本流入和国内信贷过度扩张也促生了房地产价格泡沫；2002年后，美联储开始推行低利率宽松货币政策，刺激经济增长，潜在购房者获得的信贷供给上涨推动房价增速进一步加快，美国出现了严重的房价泡沫，为次贷危机埋下伏笔。

（三）政府债务和杠杆率过高是加剧金融危机的重要原因

过高的政府债务与经济增速降低密切相关，当杠杆率上升到一定程度时，经济增长会进一步恶化，这一结论已成为学术界的一般共识。Reinhart 和 Rogoff（2010）基于44个国家、时间跨度大约200年的数据研究，提出了杠杆率的“90、60”标准，也是被欧盟采纳为债务警戒线的经验标准，即当公共债务占GDP的比重超过90%时，GDP平均增长率将下降；外债规模占GDP的比重超过60%，经济增长出现明显恶化。此外，Tourinho 和 Sangoi（2016）支持了债务杠杆率与经济增长负相关的结论；Herndon, Ash 和 Pollin（2014）的研究也表明，较高的公共债务比例通常伴随更低的GDP增长水平。

从危机发展的历史来看，共同现象之一是过度举债。政府向经济中注入大量资金，表面上看起来推动了经济繁荣，但债务累积导致了潜在风险。如大萧条之前的20世纪20年代，第一次世界大战导致全球主要国家在战争中积累了大量债务；80年代初，拉美国家债务开始急剧增长，从1970年的212亿美元增长到1982年的3153亿美元，最终触发了1983年墨西哥的债务违约，以及随后包括巴西、阿根廷、菲律宾等十几个主要新兴市场国家在内的债务违约；欧债危机前，希腊等国家长期的负债投资导致了巨额政府财政赤字，希腊的债务占GDP比重超过115%。高福利、低盈余的特征使这些国家无法通过公共财政盈余来支撑过度的举债消费，公共财政现金流呈现出趋于枯竭的恶性循环。

（四）市场从繁荣到衰退时间的转折点：明斯基时刻

通常，“明斯基时刻”被指代资产价值出现崩溃，金融市场爆发危机的时刻。从国际经验来看，因经济下行前景和资产价格下跌预期引起的信用收缩和流动性枯竭，将引发投资和资产价格循环式下跌，造成金融恐慌，对金融体系的稳定性产生冲击。

当经济运行向好，过去投资所实现的利润会促使投资者继续扩大资产投资，并推动资产价格上涨，增加债务融资。债务累积和杠杆率上升需要

未来产生更多利润现金流才能偿付，这将加剧金融系统的压力。外部冲击发生后，重要经济变量在时间维度上呈现相互强化、自我实现的螺旋式下降，信用收缩、投资减少、资产价格下跌之间的循环联动引发系统性风险（见图1）。

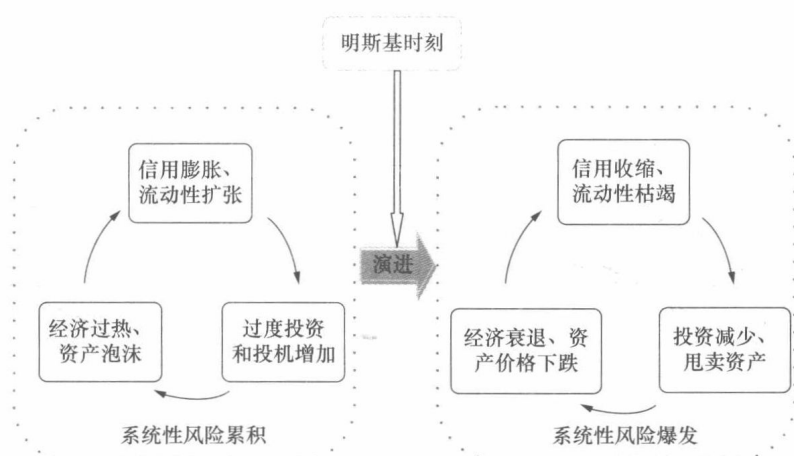


图1 系统性风险累积—爆发过程

危机历史上，比较典型的“明斯基时刻”有俄罗斯债务危机和次贷危机。苏联解体以来，俄罗斯持续面临财政缺口，为了解决国家财政困难，政府发行大量短期债券和对外借款。截至1997年底，俄罗斯对外负债总额已远远超过资产总值和外汇储备。随着1998年石油和天然气等自然资源价格暴跌，加之亚洲金融危机使外资撤离，俄罗斯开启了“明斯基时刻”，最终导致了俄罗斯外债违约，经济陷入混乱，失业率高升。次贷危机也是“明斯基时刻”的写照。银行为了追求高收益，向信用程度较差和收入不高的借款人提供贷款，当房地产市场降温，短期利率提高，购房者难以将房屋出售或者通过抵押获得融资以借新还旧，还贷负担大为加重，房地产违约剧增，银行大面积亏损，引发了次贷危机。

（五）金融危机的国际传播趋势更加明显

金融全球化使各国金融体系更加脆弱，危机的国际传播趋势更加明显。全球金融市场整体关联度逐年上升，金融资本流动更加频繁。对于危机的国际传播，Reinhart和Rogoff（2009）提出了危机的两种传染途径：一种是由于一些共同的冲击因素导致危机在国家间传递，另一种是始自危机中心的跨