月度

金融与发展

金融监管论坛

2020年05月

目 录

一、专题研究：虚拟货币是超越金银的避险资产？假的 3

二、人民银行 4

（一）4 月份中国外汇储备规模略升 4

（二）央行调查显示当前宏观经济“偏冷” 4

（三）一季度国内储户消费意愿下降 6 个百分点 5

三、银保监会 5

（一）银保监会将规范信托公司资金信托业务 5

（二）银保监会发布 AIC 资管业务新规 6

四、证监会 6

（一）证监会就创业板改革一系列政策征求意见 6

（二）中国开始试点发行基础设施公募 REITs 7

五、其他监管 7

（一）中国一季度宏观杠杆率大幅攀升 7

（二）国内 40%有需求的小微企业依靠互联网银行融资 8

六、上海金融监管 8

（一）上海推动新基建将以社会投资为主 8

（二）央行在上海等六城市扩大金融科技监管试点 9

（三）政策放宽促国产芯片龙头企业回归科创板 9

（四）上海获国务院金融创新试点奖励 10

七、金融监管研究.....10
（一）再论中国金融资产结构及政策含义.....10
（二）地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?.....10
（三）系统性金融风险研究述评——基于宏观审慎监管视角.....11
（四）亚洲新兴经济体国际资本流动驱动因素研究——基于 GMM 模型的实证分析.....11

一、专题研究：虚拟货币是超越金银的避险资产？假的

作者：尹振涛（中国社科院陆家嘴研究基地金融监管研究中心秘书长）

受新冠疫情的影响，国际金融市场近期波动巨大。在这种特殊时期，普通民众特别容易受到虚假信息的蛊惑，给违法犯罪分子更多的可乘之机。一些交易平台借机炒作“虚拟货币是超越黄金白银的避险资产”，其实质是投机分子哄骗消费者参与虚拟货币交易，借以牟利的消费陷阱。

近日，中国互联网金融协会发布《关于参与境外虚拟货币交易平台投机炒作的风险提示》，再次警示消费者不要参与虚拟货币交易活动及相关投机行为。

2017 年，中国人民银行联合七部门发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，明确指出虚拟货币交易和ICO行为都是非法金融活动。随着国内清理整顿工作的不断深入，一些虚拟货币交易平台通过海外注册等规避监管的手段，仍然继续从事相关违法活动，侵害消费者合法权益。因此，投资者必须擦亮自己的眼睛，及时看清表象下的陷阱，守护好自己的利益。

投资者要清晰地看到，虚拟货币市场价格起伏剧烈，隐藏着难以承受的巨大风险。以比特币为例，2 月中旬达到 10500 美元的高位，但到 3 月中旬已经跌至 4000 美元以下，短短一个月内价格下降了 63%。其中，3 月 12 日当天就下跌了近 39%。可见，虚拟货币市场并不是一个避险市场。

投资者要清醒地认识到，虚拟货币交易市场是一个游离在常规监管视线外的彻彻底底的投机市场，市场操纵等违法问题严重。一些虚拟货币交易平台通过将服务器架设到海外、注册地变更到海外，同时创始人和团队主要成员常驻海外等方式规避国内监管。但交易资金仍来自国内、投资人也大多是国内普通投资者。由于缺乏有效监管，股票二级市场上存在的那些投机炒作的方法，在虚拟货币市场上更加突出，杠杆投资、场外配资等形式普遍存在。甚至，还有一些平台通过各种手段直接操纵市场价格、单方面改变交易机制、冻结侵吞客户资金等等。

投资者要清楚地明白，投资虚拟货币发生纠纷，很大可能会面临投诉无门、法院及仲裁受理难等现实问题。加之虚拟货币因为具有匿名性，与地下经济、非法交易或灰色交易天然友好，嫁接在虚拟货币市场中的洗钱、偷漏税和绕开资本管制等违法违规行为繁多，一旦发生财产损失很难追回。

投资者要警惕各类充斥市场的虚假信息。由于普通投资者金融知识匮乏、风险意识

淡薄，很容易被一些机构、平台有意散布的虚假消息蒙蔽。加之疫情期间犯罪分子也非常容易利用大家的恐慌心理制造假象，诱导投资者盲目购买虚拟货币，对此一定要提高风险意识。

投资者要警惕个别自媒体的恶意炒作。近年来，购买虚拟货币可以一夜暴富，实现财富自由，能够屌丝逆袭迎娶白富美的宣传比比皆是，这些错误的、负面的甚至扭曲的价值观被广泛宣传，带来了极大影响，使普通投资者迷失了正确的财富观。除投资者要保持头脑清醒之外，有关监管部门也应对此坚决予以打击。

我们呼吁，在不断加强投资者教育的基础上，监管和执法部门应进一步严惩围绕虚拟货币开展的非法集资、金融诈骗以及洗钱等违法行为；加大对相关领域宣传推广内容的管理；构建顺畅、快捷和有效的投诉举报渠道，为金融消费者的合法权益筑牢防火墙。（文章来源：人民网，2020 年 4 月 5 日）

二、人民银行

（一）4 月份中国外汇储备规模略升

截至 2020 年 4 月末，我国外汇储备规模为 30915 亿美元，较 3 月末上升 308 亿美元，升幅为 1%。国家外汇管理局新闻发言人、总经济师王春英表示，今年以来，面对新冠肺炎疫情带来的严峻考验，我国采取了强有力应对措施，全国疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复。我国外汇市场供求基本平衡，市场主体行为理性有序。4 月，为应对新冠肺炎疫情持续蔓延，主要国家加大了货币及财政刺激政策力度，投资者信心有所恢复。受此影响，国际金融市场上美元指数震荡微跌，主要国家资产价格有所上涨。在汇率折算和资产价格变化等因素综合作用下，当月外汇储备规模小幅上升。目前疫情仍处于全球大流行阶段，国际经济金融形势依然复杂严峻。境内疫情得到有效控制，防控工作转为常态化，我国经济发展具有巨大韧性、潜力和回旋余地，经济长期向好的基本面不会改变，将继续为外汇储备规模总体稳定提供支撑。

（二）央行调查显示当前宏观经济“偏冷”

中国人民银行 4 月 28 日发布的《2020 年第一季度企业家问卷调查报告》显示，企业家宏观经济热度指数为 12.4%，比上季低 19.4 个百分点，比去年同期低 21.7 个百分点。其中，75.5%的企业家认为宏观经济“偏冷”，24.1%认为“正常”，0.4%认为“偏热”。

此外，一季度调查显示，经营景气指数为 30.3%，比上季低 25.2 个百分点，比去年同期低 24.5 个百分点。其中，5.9%的企业家认为本季企业经营情况“较好”，48.8%认为“一般”，45.3%认为“较差”。同时发布的《2020 年第一季度银行家问卷调查报告》显示，银行家宏观经济热度指数为 6.5%，比上季降低 24.2 个百分点。其中，有 87.2%的银行家认为当前宏观经济“偏冷”，比上季增加 47.2 个百分点；12.6%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少 46.1 个百分点。不过，对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为 32.9%，高于本季 26.4 个百分点。

（三）一季度国内储户消费意愿下降 6 个百分点

4 月 28 日，中国人民银行发布第一季度城镇储户问卷调查报告显示，一季度城镇储户收入感受指数为 41.6%，比上季下降 11.0 个百分点。一季度就业感受指数为 37.7%，比上季下降 6.8 个百分点。在此背景下，居民消费意愿降低，同时储蓄意愿上升。倾向于“更多消费”的居民占 22.0%，比上季下降 6.0 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 53.0%，比上季上升 7.3 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 25.0%，比上季下降 1.3 个百分点。

三、银保监会

（一）银保监会将规范信托公司资金信托业务

5 月 8 日，银保监会发布了《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），以规范信托公司资金信托业务发展。据银保监会披露的数据显示，截至 2019 年末，全国 68 家信托公司管理的信托资产合计 21.6 万亿元，其中管理的资金信托资产合计 17.94 万亿元。资金信托在发展中频现乱象。银保监会有关部门负责人表示，近年来，由于内外部环境变化，资金信托出现为其他金融机构监管套利提供便利、尽职管理不当引发赔付压力、违规多层嵌套、与同类资管业务监管规则不一等问题。因此，为补齐制度短板，银保监会对照资管新规要求，研究起草了《办法》，以推动资金信托回归“卖者尽责、买者自负”的私募资管产品本源，发展有直接融资特点的资金信托，促进投资者权益保护，促进资管市场监管标准统一和有序竞争。据披露，银保监会对于资金信托的监管主要遵循了四大原则：一是坚持私募定位。资金信托是买者自负的私募资管业务。二是聚焦资管新规。以加强产品监管为抓手，明确资金信托业务的经营

规则、内控要求和监管安排，促进资金信托监管到位。三是严守风险底线。要求信托公司加强资金信托风险管理，限制杠杆比例和嵌套层级，实现风险匹配、期限匹配。四是促进公平竞争。精简制度体系，统一监管规则。

（二）银保监会发布 AIC 资管业务新规

继银行、信托、保险资管等机构之后，金融资产投资公司（AIC）资管业务也有了规范性文件。5 月 6 日，银保监会发布《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》。《通知》明确了自然人投资 AIC 资管计划的相关条件及要求，且要求自然人参与认购的投资计划，不得以银行不良债权为投资标的。《通知》还要求，债转股投资计划主要投资于市场化债转股资产，包括以实现市场化债转股为目的的债权、可转换债券、债转股专项债券、普通股、优先股、债转优先股等资产。此外，与以往资管规范性文件不同，《通知》中提到了份额转让要求：投资者在持有债转股投资计划份额后，可以向合格投资者进行转让，并按照规定办理持有人份额变更登记，具体转让渠道为通过银行业理财登记托管中心，以及监管部门认可的其他场所或者方式。

四、证监会

（一）证监会就创业板改革一系列政策征求意见

4 月 27 日晚间 11 点，中国证监会就《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》《创业板上市公司持续监管办法(试行)》草案和《证券发行上市保荐业务管理办法》修订草案向社会公开征求意见。证监会表示，《创业板首发注册办法》总体借鉴了科创板试点注册制的核心制度安排，充分吸收了科创板以信息披露为核心、精简优化发行条件、增加制度包容性、强化市场主体责任、加大对违法违规行为的处罚力度等做法，在发行条件、审核注册程序、发行承销、信息披露原则要求、监管处罚等方面与科创板相关规定基本一致。对于与科创板的区别，证监会表示，创业板要适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，体现与科创板的差异化发展。《创业板首发注册办法》充分尊重我国资本市场的实际情况和创业板存量企业的现实复杂性，做出一些新的规定。一是全面落实新修订的《证券法》关于加强投资者保护、加大财务造假等违法行为追责力度的要求，对有关规定做出相应调整。

二是明确创业板的板块定位，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，体现与科创板的差异化发展。三是进一步明确证监会在注册制下的统筹指导职责。四是深入贯彻以信息披露为核心的注册制理念，建立符合创业板特点的信息披露制度，细化市场主体的信息披露法定责任，进一步强化信息披露监管。

（二）中国开始试点发行基础设施公募 REITs

近日，证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs（Real Estate Investment Trusts，即不动产投资信托基金）试点正式起步。与此同时，证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（《指引》）。《指引》共四十五条，主要对产品定义、参与主体资质与职责、产品注册、基金份额发售、投资运作、项目管理、信息披露、监督管理等进行规范。在现行法律法规框架下，公募基金尚不能直接投资于不动产项目公司股权，试点方案选择“公募基金+ABS”的模式，是考虑规则制定成本及可操作性之后的结果。

五、 其他监管

（一）中国一季度宏观杠杆率大幅攀升

国家金融与发展实验室、中国社会科学院 4 月 28 日最新发布的中国杠杆率报告显示，受疫情影响，一季度宏观杠杆率出现意料中的攀升，但增幅仍低于历史峰值。报告指出，今年一季度，受疫情影响，中国宏观经济出现负增长，实体经济杠杆率则大幅攀升，从 2019 年末的 245.4%升至 259.3%，在一个季度内上升了 13.9 个百分点。其中，企业杠杆率的攀升贡献了七成，政府杠杆率贡献了 16%，居民杠杆率仅贡献了 14%。今年一季度居民杠杆率从 2019 年末的 55.8%上升至 57.7%，提高了 1.9 个百分点。这一上升幅度仅次于 2010 年一季度 2.2 个百分点的增幅。报告认为，未来几个季度，随着疫情得到控制，经济逐渐恢复正常，各方面贷款需求上升，预期居民杠杆率将出现较快攀升。从居民各类贷款来看，一季度居民短期消费贷下降 11.3%，而住房按揭贷款与居民经营性贷款则分别上升 15.3%和 13.0%。今年一季度房地产成交虽然低迷，但居民住房按揭贷款仍有一定幅度上升，与短期消费贷款的下降形成鲜明对比。个人住房贷款余额在一季度环比上升 3%，从 2019 年末的 30.2 万亿增至 31.1 万亿。

（二）国内 40%有需求的小微企业依靠互联网银行融资

5 月 8 日，全国工商联发布了目前样本量最大的《2019-2020 小微融资状况报告》。在对全国超过 15 万家小微企业及个体户的调研中发现，这一群体在重大外部冲击下，展现出强大的经济韧性：疫后小微企业及个体户的资金需求突出，但绝大部分扶一把就能活；40.5%有资金需求的长尾小微经营者在通过互联网银行融资自救；70%获得贷款的小微经营者认为精准“滴灌”的无接触贷款有实效，平均 1 块钱的利息能产生约 2 块钱利润。报告显示，与其他产业一样，小店经济整体也受到疫情冲击，20.5%小微企业及个体户面临现金流危机，但有融资需求的小店中，73.7%的需求在 50 万以下，96%在 100 万以下，只要给予一点支持，就能迈过难关。疫情发生以来，相关部门数次出台政策，资金“输血”小店，而数字技术，则成为资金精准“滴灌”的关键。此前，全国工商联与网商银行发起“无接触贷款助微计划”，100 多家银行响应，一个月里已为超过 800 万户小微企业、个体户和农户发放贷款。报告认为，政府与互联网平台的合作，能确保资金精准滴灌给小微。

六、上海金融监管

（一）上海推动新基建将以社会投资为主

5 月 7 日，上海市公开《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》（《行动方案》），要求三年内推动上海新型基础设施建设规模和创新能级迈向国际一流水平。上海市政府副秘书长马春雷透露，据初步梳理，未来三年上海新一轮的 48 项重大项目总投资大概 2700 亿元，其中 2100 亿元都是社会投资。政府还将支持政策性银行、开发性金融机构以及商业银行建立总规模 1000 亿元以上的“新基建”信贷优惠专项，通过财政资金贴息等各种方式使得社会资本、社会建设主体能够获得低成本的长期融资，从而鼓励和引导更多社会资本投入到“新基建”领域。马春雷认为，目前“新基建”建设中，主要存在建不了、建不好、建不快、建不强这四方面问题。有些领域市场主体已有较大积极性，但单凭市场力量落地还比较难，这时就需要通过优化规划布局、加强指标要素保障等加强引导。《行动方案》明确了四大具有上海特色的“新基建”重点领域并提出要求：率先打造新一代信息基础设施标杆城市，率先形成全球综合性大科学设施群雏形，率先建成具有国际影响力的超大规模城市公共数字底座，率先构建一流的城市智能化终端设施网络。到 2022 年底，推动全市新型基础设施建设规模和创新能级迈

向国际一流水平。

（二）央行在上海等六城市扩大金融科技监管试点

为落实《金融科技（FinTech）发展规划（2019—2021 年）》，中国人民银行探索设计包容审慎、富有弹性的创新试错容错机制，划定刚性底线、设置柔性边界、预留充足发展空间，努力打造符合我国国情、与国际接轨的金融科技创新监管工具，并于 2019 年 12 月在北京启动试点。近日，央行表示，为深入做好金融科技创新监管试点工作，中国人民银行支持在上海市、重庆市、深圳市、河北雄安新区、杭州市、苏州市等 6 市（区）扩大试点，引导持牌金融机构、科技公司申请创新测试，在依法合规、保护消费者权益的前提下探索运用现代信息技术手段赋能金融“惠民利企”，纾解小微民营企业融资难融资贵、普惠金融“最后一公里”等痛点难点，助力疫情防控和复工复产，着力提升金融服务实体经济水平。

（三）政策放宽促国产芯片龙头企业回归科创板

2020 年 5 月 7 日，上海证监局官网信息显示，中芯国际已于 5 月 6 日签署上市辅导协议，保荐及辅导机构为海通证券、中金公司。此前 5 月 5 日，中芯国际曾发布公告称，中芯国际拟申请科创板 IPO，拟发行 16.86 亿股。公告同时显示，扣除发行费用后，此次募资金额中有约 40%用于投资 12 英寸芯片 SN1 项目；约 20%用作公司现金及成熟工艺研发项目的储备资金；40%用作为补充流动资金。若按照 5 月 7 日收盘价（16.94 港元/股）计算，中芯国际此次科创板的募资金额或将高达 285.60 亿港元（约 261.3 亿元人民币）。对于中芯国际此时的 A 股回归，业内人士表示或与政策开放通道有关。2020 年 4 月 30 日，证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，下调了上市红筹企业回归 A 股的门槛。同日，中芯国际董事会审议通过境内上市议案。中芯国际在 2020 年第一季度全球前十大晶圆代工厂营收中排名第五。其中，前四名分别为台积电、三星、格芯、联电。中芯国际 2019 年财报显示，截至 2019 年 12 月 31 日，中芯国际营收 31.16 亿美元，毛利率为 20.6%，净利润为 2.35 亿美元。其中，晶圆销售收入约为 28.97 亿美元。早在 2004 年 3 月，中芯国际分别在美国纽交所与港交所上市。不过，2019 年 5 月，中芯国际宣布从纽交所主动退市。这意味着，若此番成功登陆科创板，中芯国际将成为国内半导体“A+H”第一股。

（四）上海获国务院金融创新试点奖励

5 月 8 日，国务院办公厅发布关于对 2019 年落实有关重大政策措施真抓实干成效明显地方予以督查激励的通报。该篇通报主要为在去年有关重大政策措施真抓实干、取得明显成效的 213 个地方予以督查激励，相应采取 30 项奖励支持措施。其中，防范化解金融风险、营造诚实守信金融生态环境、维护良好金融秩序、健全金融消费者权益保护机制成效较好的地方，包括上海市，浙江省，江西省，广东省，四川省。国务院将在 2020 年支持上述地方或其辖内地区开展金融改革创新先行先试，在同等条件下对其申报金融改革试验区等给予重点考虑和支持，在相关领域加大再贷款、再贴现的支持力度，鼓励符合条件的全国性股份制银行在上述地方开设分支机构，支持符合条件的企业发行“双创”公司债券、绿色公司债券等金融创新产品。

七、金融监管研究

（一）再论中国金融资产结构及政策含义

金融资产结构是研究金融发展的重要视角。笔者曾在 1996 年和 2008 年对中国金融资产结构进行比较分析。在前期工作基础上,本文继续定位于比较金融研究,对过去十几年来中国金融资产结构的最新变化进行分析,并从资源配置和风险承担角度,以"谁在承担风险"和"由谁承担风险更好"为主线,测度金融资产风险承担者的分布,揭示其背后的原因及相关经济运行模式的变化。本文试图把金融结构、金融发展与经济增长三者关联起来,通过金融资产结构变化这个视角,阐释中国宏观经济运行的内在逻辑。研究发现,过去十多年来中国宏观杠杆率上升较快,金融资产风险向银行部门集中。针对这一问题,须着力稳住宏观杠杆率,通过改革开放发展直接融资,让市场主体能够自我决策、自担风险并获得相应收益,由此在保持杠杆率基本稳定的同时,增强金融对实体经济的支持力度,提升金融资源的配置效率。（作者：北京大学中国经济研究中心　易纲　来源:《经济研究》2020 年第 3 期）

（二）地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?

中小企业融资是党中央以及社会各界长期以来关注的热点问题。本文将县级地方政府融资平台名单与 2006—2011 年县级金融机构贷款数据进行匹配,利用不同县域成立地方政府融资平台时间的差异构造双重差分模型,首次从实证上发现了地方政府融资平台

成立对县域中小企业贷款的挤出效应。研究发现,地方政府融资平台成立将会显著降低国有大型商业银行发放的中小企业贷款,但不会影响农村金融机构的中小企业贷款。进一步分析表明,地方政府融资平台成立提高了县域固定资产投资强度,但未能在短期内带来经济产出的显著提升。本文的实证结果表明,地方政府融资能够通过挤出中小企业贷款这一渠道对整个经济体系的资源配置产生影响。本文的发现对今后一个时期有效缓解中小企业融资难问题和进一步深化地方政府债务治理具有重要意义。(作者:普林斯顿大学当代中国研究中心 刘畅等 来源:《经济研究》2020 年第 3 期)

(三)系统性金融风险研究述评——基于宏观审慎监管视角

随着对金融危机理论研究和理解的深入,系统性金融风险已成为宏观审慎监管关注的重要问题。在宏观审慎监管的大背景下,本文从测度方法、风险传染效应以及监管工具的选择等三个方面对系统性金融风险的研究文献进行梳理,进而讨论系统性金融风险的形成机制和现有宏观审慎监管工具对防范化解系统性金融风险的有效性,并分析相关研究的不足和亟需进一步研究的主要问题,为监管部门优化宏观审慎监管政策和防范系统性金融风险提供一定的理论基础和参考依据。(作者:陕西师范大学国际商学院 苗文龙等 来源:《金融监管研究》2020 年第 2 期)

(四)亚洲新兴经济体国际资本流动驱动因素研究——基于 GMM 模型的实证分析

理解资本流入的驱动因素,对于设计一个有效的资本流动管理政策框架至关重要。本文研究了 1998 年至 2018 年间 45 个新兴经济体面临的各类资本流动的驱动因素,重点分析了资本流向亚洲地区的驱动因素与其他地区的共性和异质性。使用广义矩估计方法(GMM)对面板数据集的实证结果表明,对新兴经济体而言,制度质量和国内因素对吸引资本流入具有重要影响;对亚洲地区来说,人均收入增长和贸易开放是吸引资本流入的重要驱动因素,国内外利差水平和实际有效汇率变动对吸引组合投资和其他投资具有显著影响,VIX 指数和影子利率对亚洲新兴经济体资本流动规模的影响也具有重要影响。这表明,在设计管理资本流入的政策框架时,全球经济金融合作和政策协调应被考虑在内。(作者:中共中央党校(国家行政学院)研究生院 魏礼军 来源:《金融监管研究》2020 年第 2 期)



国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTION FOR FINANCE & DEVELOP MENT