

No. 1901

研究报告

IMI

信用融冰：2019 年银行业 资产负债配置展望

王 剑



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

信用融冰：2019年银行业资产负债配置展望

王剑¹

序：一年一度的重要展望

从2017年开始，我们会在年初（或在上年底）完成全年《银行业资产负债配置展望》报告。虽然展望结果总是难以准确，有些年份甚至大相径庭，但依然发现这项工作有着极为重要的价值。整个商业银行体系的资产负债配置，是整个宏观经济与微观经济的核心联结点，掌握了其配置动向，上可掌握宏观经济大致趋势，下可了解各类微观主体的融资情况，其分析过程与大致判断可供各方参考。

（1）对于宏观经济管理者，银行业资产负债配置行为影响着一国的货币总量，也影响着各项经济政策的实施效果，尤其是货币政策的传导效果，还会反过来影响政策当局的决策；

（2）对于证券投资者，银行业资产负债配置会直接影响债券走势，同时通过影响市场流动性、利率水平或市场情绪，间接影响股票等其他证券走势；

（3）对于银行等金融机构，掌握明年的宏观政策和信贷需求情况，为自身展业提供参考，比如从资金流向上去把握存款吸收；

（4）对于实体经济，银行业资产负债配置则直接决定了他们融资的难度和成本，影响他们的经营业绩，甚至决定了他们的存亡。

我们刚刚度过了动荡的2018年。2018年是各项金融严监管措施的具体落地年，各项业务和金融市场均经历阵痛，业务结构剧烈调整。但银行业仍然稳步增长。截止2018年底，银行业金融机构总资产规模高达261万亿元，虽然年度增长率已降至7%以下，仅6.4%，但由于基数高，年度增量高达15万亿元，仍然可观。

目前，我国宏观经济政策基调已有所转向，更加强调托底经济增长，而社会融资总量则因经济下行、监管从严等原因，表现乏力。因此，市场人士和政策当局都高度关注银行未来的信用投放情况，甚至将其作为经济启稳的先行指标。

本报告仍和往年一样，基于经典的货币经济学框架，基于我国现行的“中央银行—商业银行”二级银行制度（同时也是货币制度），对明年银行业资产负债的大致配置情况做出初

1 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员，国信证券经济研究所金融业首席分析师

步预判，供各方参考。其中，重点关注的问题，便是银行在信用投放上是否能够出现积极的转向。

一、主要结论与分析框架

1. 主要结论

根据我们的分析，预计：

(1) 2019 年广义货币（M2）增速在 8.5-9.0%左右，较上年回升，信贷仍为派生 M2 的主要渠道，而银行投资的收缩仍将回笼 M2；

(2) 2019 年基础货币净回笼，主要是降准释放基础货币偿还央行广义再贷款（MLF 等）；

(3) 信贷需求较弱，信贷投放以对公长期为主，个人贷款仍有较大贡献，票据融资继续回升。

2. 分析框架

根据银行业的资产负债表，我们的分析过程如下：

(1) 首先 M2 是分析的起点，通过预测 M2 总量，就基本了解了银行负债端最为主要的一大类别：存款。

(2) 然后从 M2 总量出发，通过准备金率情况，倒推出所需的基础货币情况，以此来了解银行负债端的对央行负债（基础货币的主要来源），和资产端的存放央行（包括法定和超额存准）。这一因素对银行的资金成本有重大影响。

(3) 接着再从 M2 的派生方式，掌握银行的资产运用情况，以此来预测银行资产端的主要类别，包括信贷、债券等。

(4) 我们还会对其中的信贷再做进一步细分，讨论其大致投向。

在预测资产增速时，银行还需考虑种种监管约束，比如 MPA、流动性指标、资本充足率等。但在政策基调调整之后，这些监管因素大多已不构成制约。完成上述分析后，我们最后会给出银行业的资产负债简表中的主要科目：

表 1：银行业资产负债表简表

资产	负债与权益
超额存款准备金	存款
法定存款准备金	同业负债
信贷	对央行负债（再贷款、逆回购等）
同业投放	发行债券
债券投资	其他负债

其他资产	股东权益
------	------

数据来源：人民银行

二、广义货币

1. 预测 M2 增速

在我国现阶段，广义货币（M2）依然是反映货币总量的一个重要指标，也是货币政策操作中最为重要的中介指标，是我们各项分析的起点。合理的 M2 增速，能够满足实际经济增长、物价上涨、货币深化、资产价格上涨等多种需要（此处假设货币流通速度不变。如果货币流通速度变快，那么需要的货币量也会减少）。即：

（1）实际经济增长（实际 GDP），国民财富增加，需要增加相应的货币流通量。去年生产 10 只杯子，今年生产了 12 只，那么多出来的 2 只杯子也需要相应的新货币去流通（此处也假设总产出中卖出去的比例是稳定的，因为未卖出的产出是不需要货币的）。

（2）物价上涨（CPI，或者结合 PPI、GDP 平减指数等其他指标），同样的商品却需要更多的货币流通量。去年杯子卖 1 元一只，今年卖 1.5 元一只，那么所需要的货币流通量也更多了。

（3）货币深化，指原来不投入市场流通的东西，现在开始投入了，那么需要相应的货币去流通它。过去几年中，我国主要的货币深化是土地投入市场。

（4）存量资产交易，主要是房地产与证券（股票、债券等），如果交易金额增加，那么用于完成资产交易的货币也需增加。当然，其他存量资产入市交易也需要货币，比如二手车。

（5）其他因素。地下经济等，一般不可测。

$M2 \text{ 增量} = \text{实际 GDP 增量} + \text{物价上涨} + \text{货币深化因素} + \text{存量资产交易因素} + \text{其他因素}$

一般而言，上述四项（先忽略“其他因素”）中，前三项是实体因素，而第四项则主要是金融因素。前两项因素可以大致使用名义 GDP。而后两项可以粗略归结为“房地产因素”（货币深化主要是土地，其他资源影响小；存量资产交易也以房产最为主要，证券和其他资产的价格上涨影响小）。

注意，上述公式只是提供一个简单的思路，而现实中，情况更为复杂。比如，房地产等资产价格上涨，导致抵押物价值增加，资产持有人去向银行申请更多贷款，从而派生了更多

M2。新派生的 M2 又会体现到更多产出、更高商品或资产价格等方面。或者，央行施以宏观调控，制约银行投放信贷，从而人为压低了 M2 增速，从而导致产出收缩或商品、资产价格下行，其中资产价格最为敏感。因此，上述公式背后其实是多个内生变量构成的联立方程，不是简单的一个方程。更大程度上，是货币当局有意引导、调节出一个 M2 增速目标，然后这一 M2 增速再反过来影响资产价格等。

我们简化处理，观察过去几年 M2 增速与名义 GDP 增速之间的差值，这差值便包括了货币深化、存量资产交易等多种因素。

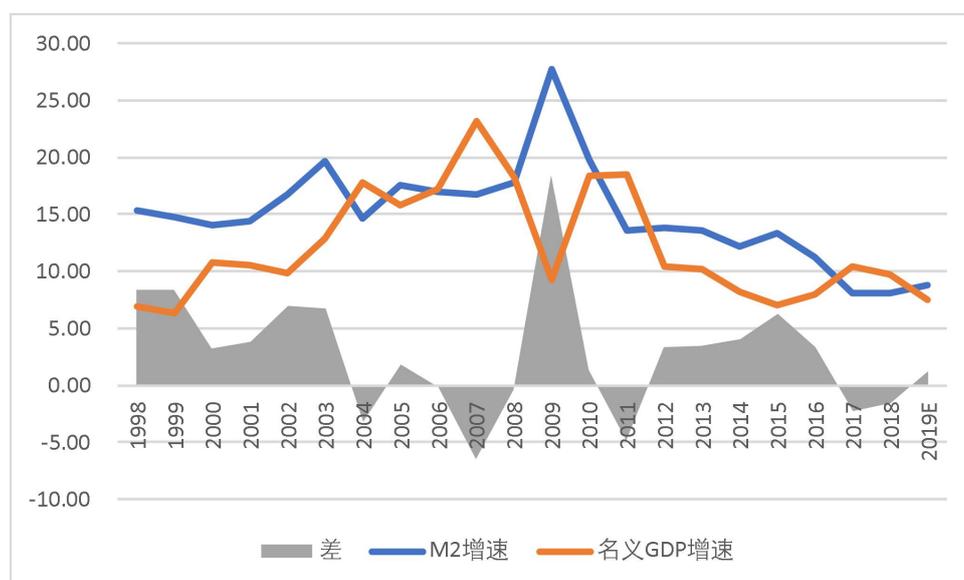


图 1: 预计“货币深化+资产价格”因素 2019 年回升

数据来源: WIND

我们预计 2019 年该差值回升。具体而言，我们基于目前市场上对 2019 年 GDP、CPI 的主流预测，即 6.3%、2.2%左右，以及名义 GDP 增速 7.5%左右。相比前两年，名义 GDP 增速显著回落，对货币增速的需求量其实是下降的。但目前政策当局的政策基调已转向，预计 M2 增速将在 2018 年基础上有所回升，预计将高于 2018 年，达到 8.5-9.0%，超过名义 GDP 增速。则富余的货币有可能将推高部分资产的价格。

2. M2 的派生来源

2018 年底 M2 余额为 182.67 万亿元，2019 年按 8.5% 的增速，则相当于全年需新增 M2 约 15.5 万亿元。M2 的派生渠道包括以下几种（其中浅蓝色部分为金额较小或平时不太发生，一般忽略处理）：

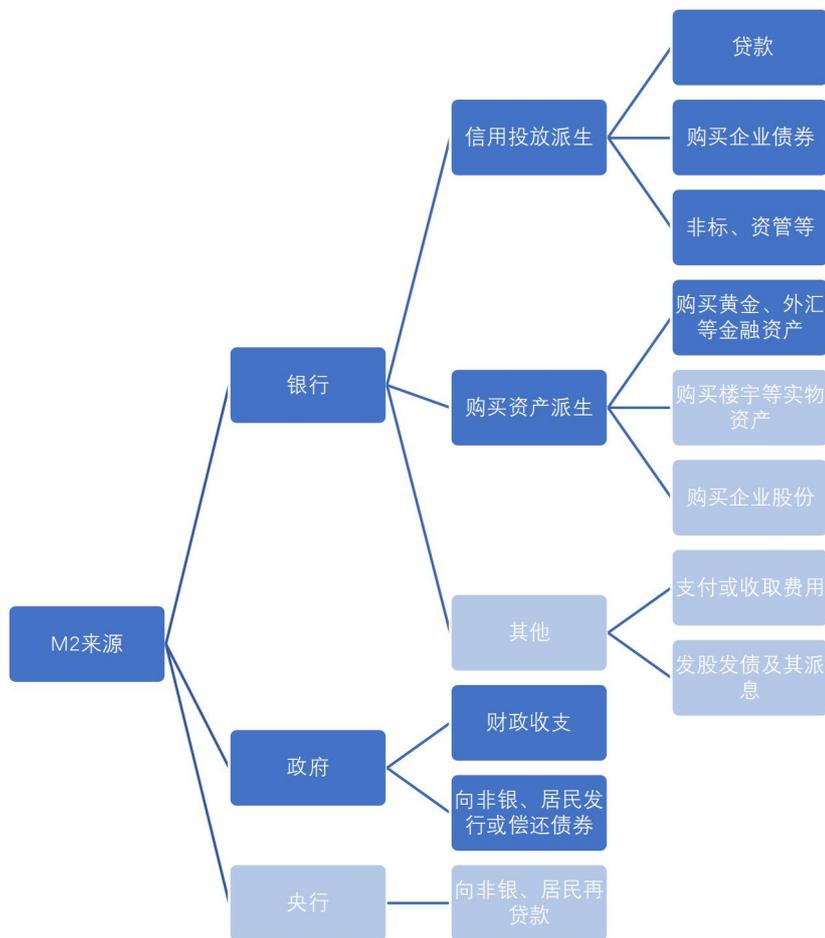


图 2：M2 来源渠道

数据来源：人民银行

上述各渠道中，央行真正能精准控制的其实不多。一般来说，央行首先会观察外占和政府财政支出的 M2 投放情况（这两者是央行不能主动控制的），然后再结合自己全年的 M2 目标，控制银行通过信用投放派生 M2 的总量，其中信贷是重点。

从 2018 年的实际投放情况来看，2018 年延续了 2017 年的形势，甚至更进一步，银行更大幅度赎回非标、资管（含委外）等投资，回笼了大量的 M2，这是金融去杠杆的效果的体现。而贷款继续成为了派生 M2 的绝对主力，占比达到 115%，独木难支。2018 年财政支出力度也加大，投放了约超 3.7 万亿元的 M2。

事实上，银行赎回非标、资管等投资，主要是受到各项监管政策的影响，也不是央行能够完全控制的。财政支出投放 M2 则受到赤字控制的制约，也不可能无度扩大。因此，要想

维持住既定的 M2 增速（比如 8%），央行所能做的，只能是通过各种手段支持银行投放更多信贷或者购买更多债券，比如降准、广义再贷款（MLF 等）等，但传导效果未必非常畅通。央行从过往苦苦控制 M2 增速，到 2018 年下半年的苦苦支撑 M2 增速，实在有心无力。这背后，是现代二级银行制度下，央行本身已很难精准控制 M2 投放。

表 2: 预计 2019 年 M2 增量为 15.5 万亿元

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
M2 增量	121,850	163,903	157,789	126,702	136,509	155,000
其中：外汇资产	6,411	-22,144	-29,112	-4,637	-2,232	0
财政支出	8,766	23,618	28,385	29,982	37,554	30,000
贷款	97,809	122,770	112,360	138,400	156,600	165,000
债券	8,254	25,817	2,564	-15,731	5,428	15,000
其他	加回置换		32,000	48,700	27,700	13,400
	非标等	610	-18,157	-5,108	-49,012	-74,242

数据来源：WIND（单位：亿元）

对于 2019 年，由于现阶段仍然处于政策调整过程中，预测难度极大。首先，基于我们预测 8.5% 的目标，则全年 M2 增量在 15.5 万亿元左右。地方债置换已在 2018 年基本做完，因此设 2019 年为 0。因为人民币汇率有波动但无趋势性方向，因此预计外汇占款预计变动极小，也先忽略。我们预计财政支出投放 M2 总量约 3 万亿元（按 3% 赤字率估算。由于财政预算的计划性较强，这部分估算不会偏差太大）。银行对实体的信贷总量约 16.5 万亿元，我们后文还将进一步详述。债券市场有所恢复，预计银行购买信用债达到 1.5 万亿元（这一部分不确定性也较大）。同时，银行在非标、资管上的投资继续收缩 5 万亿元，金融去杠杆的力度仍然不小，但较 2018 年有所缓和。

然后将上述 M2 的增量数据填入银行业资产负债简表：

表 3: 新增 M2 在银行资产负债表中的体现

资产	负债与权益
存放央行 (+3.0)	存款 (+15.5)
信贷 (+16.5)	同业负债
表内投资 (-5.5)	对央行负债 (再贷款、逆回购等)
债券投资 (企业债+1.5)	发行债券
其他资产	其他负债
	股东权益

数据来源：人民银行（暂不考虑存款取现。单位：万亿元）

按此预测，2019 年底 M2 总量约为 198 万亿元，开始冲击 200 万亿元大关。我们再把 M2 余额结构划分为 M0、企业与居民存款、非银金融存款及其他（其他主要是零售货币市场基金）三部分，可以发现，近几年来：（1）M0 的占比持续下降，占比每年下降 0.2 个百分点，显示出现金被各种电子支付替代的趋势；（2）企业与居民存款的占比也下降，每年降 1-2 个百分点，显示出存款理财化的趋势；（3）非银金融存款及其他占比缓慢提升。我们预计这些趋势未来仍会延续，因此设 2019 年三部分的占比分别为 3.8%、84.0%、12.2%，对应规模分别为 7.5 万亿元、166.5 万亿元、24.2 万亿元。

三、基础货币

1. 基础货币的分析框架

基础货币的主体是银行存放央行的存款准备金，外加流通中的现金和少许银行库存现金，以及支付公司集中交存于央行的客户备付金。

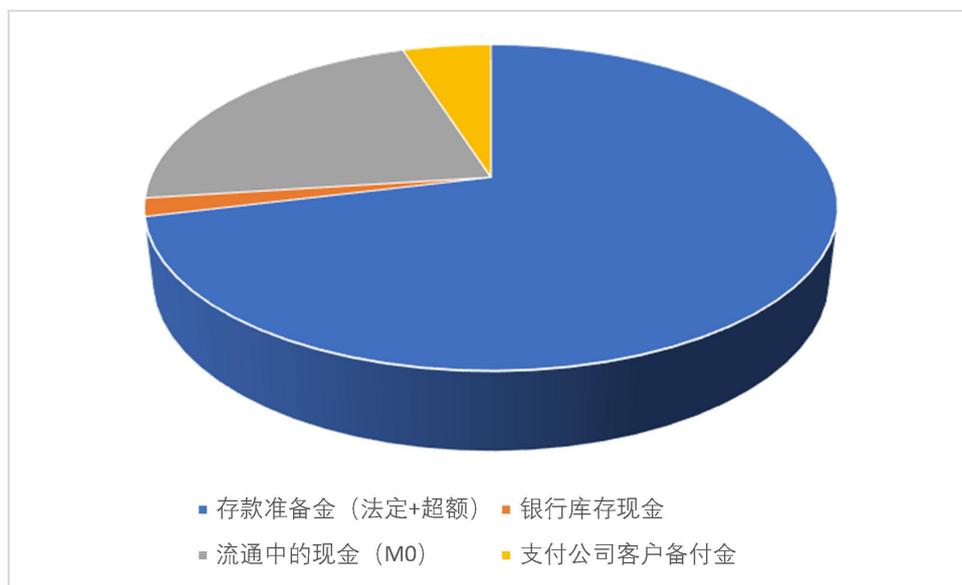


图 3：基础货币的组成结构

数据来源：人民银行

存款准备金的一部分缴纳为法定准备金，冻结起来不能使用，剩余的就是超额准备金。

超额准备金的多少（一般以“超储率”表示）是真正决定银行间市场宽松程度的。

$$\text{超储率} = \text{超额准备金} / \text{存款总额}$$

超储率变化受多种因素影响。当银行业通过投放信贷、购买企业债券等方式派生存款后，存款基数扩大，从而更多的超额准备金被冻结为法定存款准备金，超储率下降（上式分母上升，分子下降。因基础货币总额不变，但其中更大比例被冻结为法定存款准备金），这就是银行资产扩张消耗基础货币的主要方式。或者，财政支出，同时投放了基础货币和存款，则将导致超储率上升（上式分子分母同时上升），财政收入时则刚好相反。再比如，银行从居民处购买外汇，再卖给央行，也会同时投放了基础货币和存款，则将导致超储率上升（上式分子分母同时上升）。此外，还会有一些其他琐碎的因素影响超储率。比如，由于非银存款暂不缴纳法准，因此如果居民将其存款购买了理财产品，一般存款转化为非银存款，所需法准也少了，超储就多了。

因此央行会根据市场消耗基础货币的情况来投放或回笼基础货币，从而将银行间市场流动性保持在一个她所认为的合理水平。当然，央行也可以直接调整法定存款准备金率，比如降低存准率来释放更多超额存款准备金。这是央行调节市场超储率的两类方法。

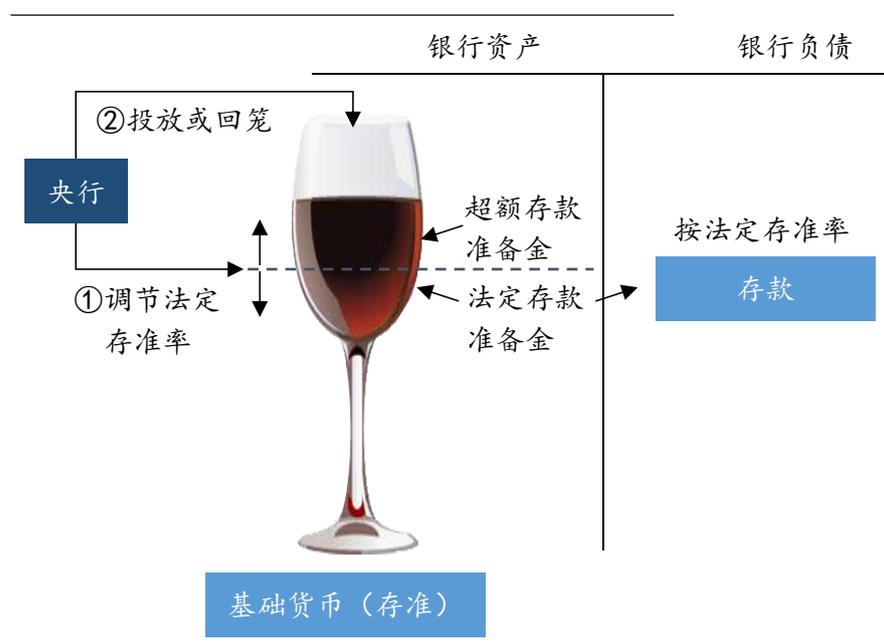


图 4：央行通过基础货币实现调控目标

数据来源：人民银行

目前最新公布的超储率是 2018 年 9 月末的 1.5%。而到了年底，央行为缓和季节性流动

性需求，会主动投放基础货币，使年末超储率达到 2% 以上。但其实这是一个时点值，并不一定对年中的业务操作有多大意义。2018 年末流动性较为宽松，我们预计超储率可能在 2.5% 左右，从而再结合一般存款总额，估算出全行业的实际法定存款准备金率在 12.8% 左右（2018 年末名义法定存款准备金率是大银行 14.5%，中小银行 12.5%，再考虑到部分银行享受定向降准）。

2019 年已实施了一次降准（2019 年 1 月 4 日公告），降准 1 个百分点。同时，普惠定向降准年度考核后，更多银行达标，也释放了 2500 亿基础货币。我们先假设全年不再降准，并预计 2019 年末超储率达到 2.3%（这是近几年的平均水平），按此估算，2019 年末所需的基础货币总量在 32 万亿元左右，较 2018 年末下降约 1.6 万亿元。如果后续还有降准，则基础货币下降还能更多。

2. 基础货币的来源分析

由于基础货币整体呈下降状态，因此其来源分析相对简单，主要依靠央行广义再贷款（再贷款、逆回购、MLF 等）回笼基础货币。换言之，是降准释放基础货币用于偿还央行广义再贷款。而政府收支则呈少量投放基础货币的状态。

表 4：预计 2019 年基础货币净回笼

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
基础货币增加	23,070	-17,716	32,602	12,891	9,086	-16,000
其中：外汇占款投放	6,411	-22,144	-29,112	-4,637	-2,232	0
广义再贷款	11,837	1,641	58,113	17,491	9,287	-19,000
政府收支投放	-2,665	4,096	2,116	-3,563	401	3,000
央票投放	1,240	-50	6,072	0	300	0
其他	6,246	-1,259	-4,587	3,600	1,329	0

数据来源：WIND（单位：亿元）

反映在银行的资产负债表上，对央行负债和基础货币均有下降。

表 5：新投放基础货币在银行资产负债表中的体现

资产	负债与权益
存放央行 (+1.4)	存款 (+15.8)
信贷 (+16.5)	同业负债
表内投资 (-5.5)	对央行负债（再贷款、逆回购等） (-1.9)
债券投资（企业债+1.5）	发行债券
其他资产	其他负债
	股东权益

数据来源：人民银行（暂不考虑存款取现。单位：万亿元）

四、信贷投向

正如前文所述，我们预计 2019 年全年信贷投放量约 16.5 万亿元。对比而言，2018 年为 15.7 万亿元（不含对非银金融机构放款），但还要考虑到 2018 年地方债置换还能腾出 1.34 万亿元的信贷额度，因此总共投放量也达到 17 万亿元左右。因此，对于 2019 年 16.5 万亿元的信贷初步预测，基本上同比大致持平，略有下降。我们简要分析下信贷供给与需求两方面情况。

从目前的行业情况来看，银行内部制约放贷能力的因素，大部分基本良好，或处于改善中：（1）流动性：在央行流动性支持下，大部分银行流动性充足，即使不足也可以向央行申请再贷款等用于放贷，因此不是放贷的约束；（2）资本：大部分银行的资本也较充足，尤其是大中型银行，其他资本补充渠道也在打开。因此，我们预计信贷投放能力不构成制约。

但是，信贷需求仍是非常现实的问题。按上述信贷总量来看，与 2018 年大致持平，但 2018 年上半年信贷需求仍然较好，直至年中随着经济下行，需求有所走弱。进入 2019 年后，目前宏观经济仍有下行压力，信贷需求也不可能快速好转。因此，在投向结构上，预计个人贷款、票据融资的占比仍然会较高。

表 6：2011 年以来新增信贷结构情况

	全部	居民户	其中：		非金融性公司 及其他部门	其中：			非银行业金 融机构
			短期	中长期		短期	票据融资	中长期	
2011	74,807	24,200	9,519	14,600	50,400	27,800	112	21,000	
2012	82,036	25,200	11,900	13,300	56,600	33,700	5,301	15,400	
2013	88,916	37,100	14,600	22,500	51,700	27,300	-896	23,400	
2014	97,813	32,900	10,600	22,300	64,800	14,000	9,574	38,300	
2015	117,199	38,700	8,199	30,500	73,800	19,000	16,600	35,400	3,767
2016	126,459	63,300	6,494	56,800	61,000	7,283	8,946	41,800	992
2017	135,300	71,300	18,300	53,000	67,100	16,300	-15,800	63,800	-3,183
2018	161,670	73,600	24,100	49,500	83,100	4,982	18,900	56,000	4,401
2019E	165,000								

数据来源：WIND（单位：亿元）

具体投向上，分别考虑个人短期、个人中长期、企业短期、企业中长期四大类。

(1) 个人短期贷款：主要包括经营贷、消费贷、信用卡等。2017-2018 年增量较多，主要是在对公信贷需求不足、个人按揭贷款又受到监管的情况下，个人消费贷等产品不失为了一种收益可观、风险可控的投向，不少银行在加大投放。2019 年整体信贷需求仍然弱，因此预计个人短期贷款的投放量将进一步上行。但近期市场上关注这类信贷风险的关注也开始多起来，个别银行信用卡透支的违约率略有上行，不排除部分银行会适度放慢投放速度。2019 年，预计个人短期贷款增量在 3 万亿元左右，主要包括消费贷、信用卡和个人经营贷（因计入小微，比较符合政策要求）。

(2) 个人中长期贷款：以住房贷款为主。在 2016-2018 年三年中，这类贷款占比较高，也是因为对公信贷需求不足所致。但是，受监管制约，每年投放量已控制在 5 万亿元上下，波动极小，可能是人为管控的结果。2019 年，部分城市的房地产控制有所微调，希望扩大房销，但也要考虑到房价下行可能使部分购房需求退却，因此预计投放金额不会有太大变化，仍然在 5 万亿元左右。

(3) 企业短期贷款与票据融资：企业短期贷款主要包括对公流动性贷款，中小企业申请的贷款多集中于此。2018 年对公短期贷款大幅低于预期，一方面是经济下行压力下企业融资需求弱，另一方面则是票据融资旺盛也替代了企业的部分短期资金需求。而 2018 年票据融资则高达 1.89 万亿元，从 2016-2017 年的低位回升。票据融资对市场利率比较敏感，利率较低时会放量。目前来看，2019 年情况将有所好转，预计企业短期贷款与票据融资合计将达到 2.5 万亿元，其中仍是票据融资居多。

(4) 企业中长期贷款：企业长期贷款主要投放于固定资产投资，包括大型基建项目、工业项目等。展望 2019 年，目前尚未发现房地产放松管控的迹象，因此最为核心的固定资产投资仍然是基建、工业等。尤其是基建，从近期多方表态来看，政策当局非常支持。但是，前期制约大型项目融资的因素仍在，包括对地方政府、央企国企负债的管控。因此，在不修改上述管控措施背景下，我们暂时很难预计企业中长期贷款能够快速上量，预计全年投放约 6 万亿元，在近几年的均值附近。我们后续仍然会紧密关注管控政策是否会有调整。

表 7：2019 年信贷投放以对公长期贷款和个人住房贷款为主

		2015	2016	2017	2018	2019E
全部		117,199	126,459	135,300	161,670	165,000
居民户		38,700	63,300	71,300	73,600	80,000
其中：	短期	8,199	6,494	18,300	24,100	30,000
	中长期	30,500	56,800	53,000	49,500	50,000

非金融性公司及其他部门		73,800	61,000	67,100	83,100	85,000
其中：	短期	19,000	7,283	16,300	4,982	10,000
	票据贴现	16,600	8,946	-15,800	18,900	15,000
	中长期	35,400	41,800	63,800	56,000	60,000
非银行业金融机构		3,767	992	-3,183	4,401	

数据来源：WIND（单位：亿元）

综合来看，随着 2018 年下半年以来经济下行，目前信贷需求仍较疲弱，16.5 万亿元的信贷投放压力较大，由此可能带来信贷定价也有所下行。

编号	名称	作者
IMI Report No.1820	2018 年第四季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 19 期)	IMI
IMI Report No.1818	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 18 期)	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 16 期)	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 15 期)	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告 (中文发布稿)	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 14 期)	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 13 期)	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期)	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期)	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期)	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 7 期)	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告 (发布稿)	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 6 期)	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 5 期)	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》课题组



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn