

No. 1717

研究报告



货币沉浮：2018 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

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

國際货币网

1937

货币沉浮：2018 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

目前，我国银行业资产规模高达 240 多万亿元，它如何展开资产负债配置，会影响我国经济金融的方方面面：

（1）对于宏观经济管理者，银行业资产负债配置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和利率水平，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。

因此，可以说，银行业资产负债配置研究，是经济金融研究领域最重要的内容，与我们每一个人都有关系。我们每年年底会对来年银行业的资产负债配置进行展望，供经济中的各参与主体参考。

展望基于经典的货币经济学框架，以及我国现行货币制度和商业银行制度。其中最为决定银行业资产负债配置的，一是中央银行，二是商业银行。当然，由于现实中影响因素过多，具体的预测数据其实并不可靠，很难做到精准。但这种预测的过程仍然具有较大参考价值。

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 王剑，IMI 研究员、国泰君安证券股份有限公司研究所银行业首席分析师。

(1) 2018 年广义货币 (M2) 增速在 10.4% 左右, 较往年继续回落, 信贷仍为派生 M2 的主要渠道;

(2) 2018 年基础货币的主要投放渠道为再贷款、公开市场操作等, 预计定向降准释放部分基础货币, 超额存款准备金率持平于 2017 年, 在 1.0-1.5% 之间, 银行间流动性继续偏紧;

(3) 信贷投放以对公长期为主, 个人住房贷款仍有一定贡献;

(4) 受监管和 MPA 考核制约, 2018 年表外理财和表内非标等资产增速放缓。

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、同业投放等, 同时也大致得出广义信贷 (表内部分) 数据。

(4) 最后以 MPA 考核为基础, 剔除了表内广义信贷后, 就是表外理财、表内投资 (债券和其他投资等) 的业务空间。

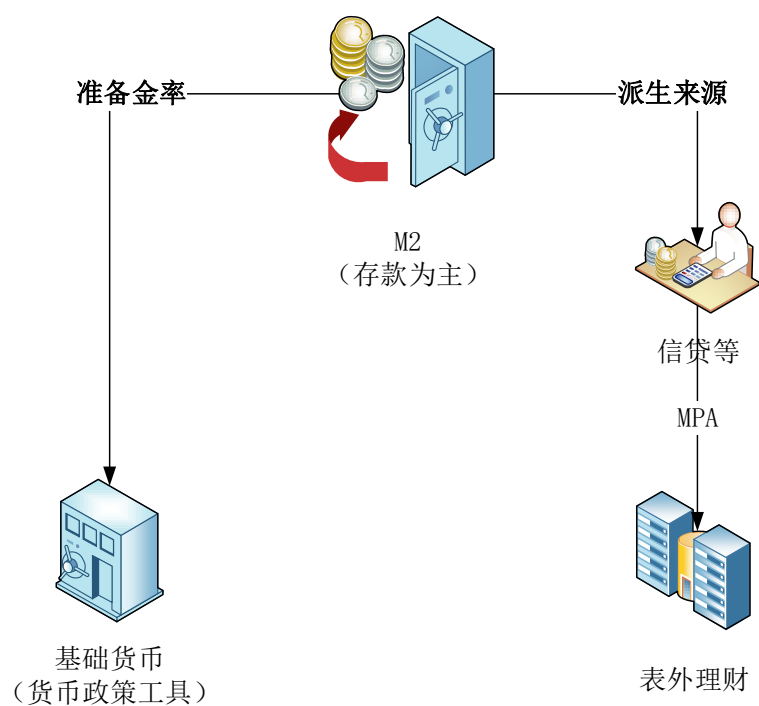


图 1：主要分析框架

同时，实践中银行还需要考虑种种监管约束，比如 MPA、流动性指标、资本充足率等。
完成上述分析后，我们将填好这张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

目前，广义货币（M2）仍然是货币政策操作中最为重要的中介指标，因此也是我们各项分析的起点。央行会根据经济发展和宏观调控的实际需要，酌情确定 M2 增长目标，并将后续的各项政策参照此目标执行。

一般来说，中性的 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（假设货币流通速度不变）。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。

（2）物价上涨（CPI），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）货币深化和资产价格上涨等因素，即不体现在实际 GDP、CPI 之中的其他因素。货币深化是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，主要的资产价格上涨是房地产与证券（股票、债券等），因此，主要与房地产市场形势高度相关，证券市场次之。

$$M2 \text{ 增速} = \text{实际 GDP} + \text{CPI} + (\text{货币深化} + \text{资产价格上涨})$$

“货币深化+资产价格上涨”在 2012-2016 年的均值维持在 3.5 个百分点左右，并于 2016 年开始快速下降，主要是房地产价格停止上涨甚至小幅回落。

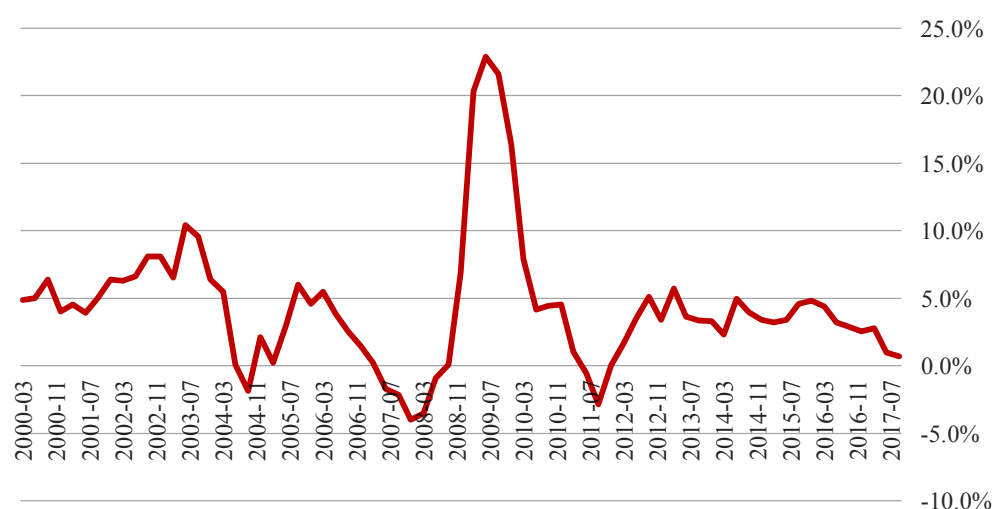


图 2：“货币深化+资产价格上涨”因素近年回落

数据来源：WIND

但上式是所谓的中性 M2 增速。而在实践中，央行还要施以宏观调控，为达成其调控目

标，适度地使 M2 增速偏离上述中性值（更高或更低）。因此，我们将上式修改为：

$$\text{M2 增速} = \text{实际 GDP} + \text{CPI} + (\text{货币深化} + \text{资产价格上涨}) + \text{央行调控因素}$$

由于“货币深化+资产价格上涨”本身也和房地产市场形势高度相关，而房地产市场又高度受政府调控，因此，甚至可以把“货币深化+资产价格上涨+央行调控因素”全部归纳为政府调控因素。上式于是又简化为：

$$\text{M2 增速} = \text{实际 GDP} + \text{CPI} + \text{政府调控因素}$$

比如，2017 年开始央行加大收缩力度，M2 增速中的“政府调控因素”迅速跌至 1 个百分点以下。由于 2018 年整体政策形势不会与 2017 年有方向性扭转，我们预计 2018 年该指标可能仍在 1 个百分点左右徘徊。我们对明年 GDP、CPI 分别预测为 6.9%、2.5%。因此，2018 年的 M2 增速约为：

$$6.9\% + 2.5\% + 1\% = 10.4\%$$

2. M2 的派生来源

有了 M2 增长目标后，现在开始讨论这些 M2 从何而来。我们预计 2017 年底 M2 余额为 169.11 万亿元（预测方法同上），2018 年按 10.4% 的增速，则相当于全年需新增 M2 约 17.59 万亿元。

M2 的派生渠道包括以下几种：

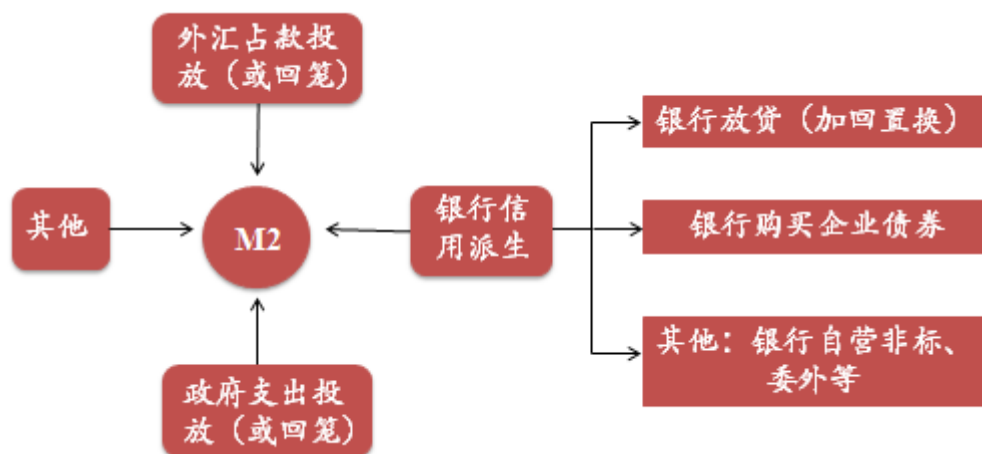


图 3: M2 来源渠道

数据来源：人民银行

其中，外占和政府财政对 M2 的影响不是央行能精准控制的。因此，央行的工作，是通过政策影响银行的信用派生，最终将 M2 增速控制在合理范围内。比如，银行投放信贷、购买企业债券，以及表内投放非标、非银等，均会派生 M2，央行则通过合意信贷额度、MPA 的广义信贷控制等方式，控制银行的信用派生行为。此外，同时制约银行信用派生行为的，还包括其他监管指标，比如资本充足率等。

近年，外占不再成为主要的 M2 投放渠道，因此，M2 增量中来自银行信用派生的比例，又重回高位。2017 年与往年不同的情况是，因为金融去杠杆强力推进，因此债券、其他（非标等）为负增长，回笼 M2。

表 2: 预计 2018 年 M2 增量为 17.59 万亿元

		2014	2015	2016	2017E	2018E
M2 增量		121,850	163,903	157789	141056	175877
其中：外汇资产		6,411	-22,144	-34405	-4000	0
财政存款		-2,665	4,096	2116	-6000	3000
贷款		97,809	122,770	116146	136000	140000
债券		8,254	25,817	-1222	-13000	3000
其他	加回置换		32000	48800	30000	40000
	非标等	12,041	1364	26354	-1944	-10123

数据来源：WIND（单位：亿元）

展望 2018 年，我们预计信贷增量约 14 万亿元，再加上地方债置换约 4 万亿元，实际能投放 18 万亿元的信贷，也就是派生相应的 M2。这已经超过了全年的 M2 增量。这也意味着，外占、财政、银行购债、其他（自营非标等）等累计需回笼约 4000 亿元的 M2，才能控制住 M2 增长目标。而如果其中外占、财政、银行购债仍有一定正贡献的情况下，其他（自营非标等）渠道则可能继续较大的负贡献，可能达到 1 万亿元，并相应回笼 M2。换言之，2018 年仍然为金融去杠杆留出政策空间，甚至政策空间比 2017 年更大，安全带还不要松开。

然后将上述预测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（+0.3）	存款（+17.6）
信贷（+14）	同业负债
自营非标（-1.0）	对央行负债（再贷款、逆回购等）
债券投资（企业债+0.3，地方债+4）	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）

上表还未考虑存款取现。而 2018 年底 M2 余额为 186.7 万亿元，按经验，在整个 M2 之中，M0 约占 4.1%，即 7.65 万亿元，此外实体存款（即扣除非银金融机构存款）约占 86%，即 160.56 万亿元。

三、基础货币

1. 基础货币的分析框架

基础货币主体是银行存放央行的存款准备金，外加少许银行库存现金和流通中的现金。存款准备金的一部分缴纳为法定准备金，剩余的就是超额准备金。

银行在经营过程中，存款总额持续增加（偶尔也会短期内下降），从而使所需缴纳的法定存款准备金增加，即更多的超额准备金被“冻结”为法定准备金。在这一过程中，央行会通过增加或回笼基础货币的方式，或调节法定存款准备金率的方式，保持一个合理的超额准

备金率（超储率），也就是将银行间市场保持在一个合理的流动性水平。

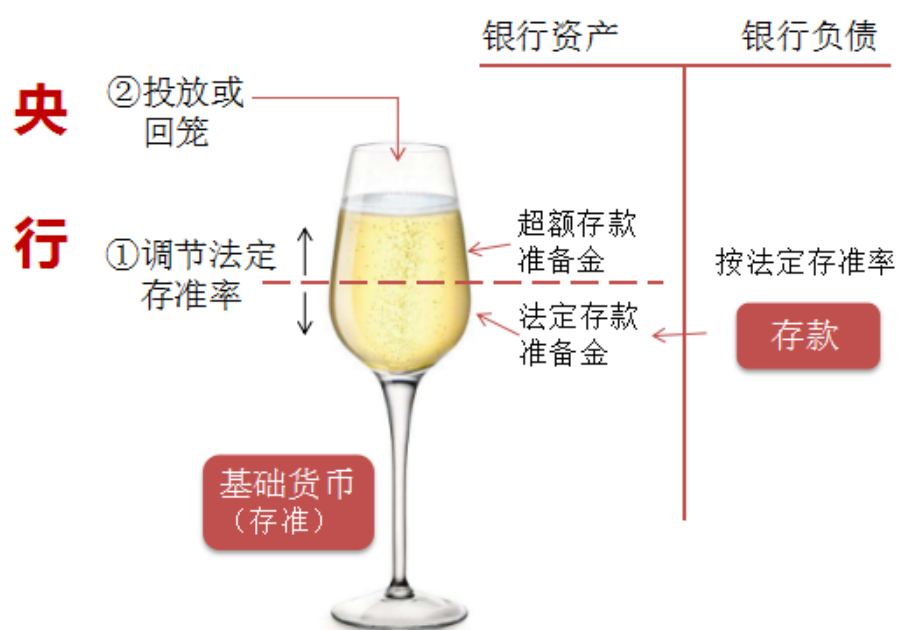


图 4：央行通过基础货币实现调控目标

数据来源：人民银行

截止 2017 年 9 月末，超额准备金率为 1.3%，与近年相比为较低水平。一方面，是央行主动维持稳中偏紧的货币政策，另一方面也是因为支付结算技术进步，银行保持较高超储率的必要性下降。因此，整个 2017 年，基础货币未见增长，前 11 个月甚至下降了 1915 亿元，但由于存款持续增长，按比例冻结了更多的存款准备金，因此超额准备金余额、比率下降。考虑到年底 12 月还会有一定的基础货币投放（财政支出等），我们预计 2017 年全年基础货币投放约 1500 亿元。

换言之，2017 年央行控制了基础货币投放，全年仅增 1500 亿元，任由超储率显著下降，配合金融去杠杆。这也造成了银行间市场流动性持续偏紧。我们认为央行维持现状即可持续推进金融去杠杆，2018 年已无必要再进一步压缩超储率。因此，我们预计 2018 年超储率依然维持在 1.0-1.5% 左右的水平。这意味着在不考虑降准因素的情况下，基础货币需要与 M2 几乎同比例增长，即全年也增长 10.4%，全年增量约为 3.2 万亿元。

2. 基础货币的来源分析

然后再来分析这 3.2 万亿元的增量基础货币从何而来。近年来基础货币的投放渠道，主要包括外汇占款、央行的货币政策工具（逆回购、传统再贷款以及各种新型工具，包括 MLF、SLF、PSL 等）、财政融资与投放。2017 年央行货币政策工具投放约 1.2 万亿元，但外占、财

政、其他渠道均有不少回笼，因此全年基础货币小增约 1500 亿元。

而 2018 年，先不考虑降准，全年基础货币需增 3.2 万亿元，为近年来的绝对高位。当然，这是假设超储率与 2017 年相近，如果超储率再向下压一压，那么基础货币可以少增一点。但向下压缩的空间确实不大了。

表 4：预计 2018 年主要以再贷款、逆回购等补充基础货币

	2014	2015	2016	2017E	2018E
基础货币增加	23,070	-17,716	22,123	1,500	32000
其中：外汇占款投放	6,411	-22,144	-28,934	-4,000	
央行工具（再贷款、逆回购等）	11,837	1,641	46,667	12,000	25000
央票投放	1,240	-50	6,072		
政府支出投放	-2,665	4,096	1,012	-6,000	3,000
其他	6,246	-1,259	-2,695	-500	4,000

数据来源：WIND（单位：亿元）

3.2 万亿元这么大量的基础货币投放，在外占、财政、其他渠道均不能大量贡献的前提下，便只能主要交由了央行货币政策工具，包括逆回购、MLF 等。如果外占、财政、其他合计仅贡献 7000 亿元基础货币，那么央行货币政策工具需投放 2.5 万亿元。这也意味着，银行相应要增加对央行负债，为此支付利息，并且还需要相应的流动性管理，满足流动性监管指标。不可忽视的是，这对央行而言是货币政策操作成本，对银行而言则是真金白银的利息支出。

因此，降准是较为现实的一个选项，减轻各方成本。为避免释放货币宽松的错误信号，央行宜采用定向降准。2017 年 9 月公告的定向降准，将会在 2018 年初实施，释放基础货币约 3000 亿元，这意味着减轻基础货币投放压力约 3000 元。如果仍显不够，央行还可以通过调整定向降准的达标条件，适度放宽，以实现更多的基础货币释放。假设全年定向降准共释放 6000 亿元基础货币，央行货币政策工具只需投放 1.9 万亿元，各方操作成本会明显降低。

表 5：预计 2018 年补充基础货币并定向降准

	2014	2015	2016	2017E	2018E
基础货币增加	23,070	-17,716	22,123	1,500	26000
其中：外汇占款投放	6,411	-22,144	-28,934	-4,000	
央行工具（再贷款、逆回购等）	11,837	1,641	46,667	12,000	19000

央票投放	1,240	-50	6,072		
政府支出投放	-2,665	4,096	1,012	-6,000	3,000
其他	6,246	-1,259	-2,695	-500	4,000

数据来源：WIND（单位：亿元）

反映在银行的资产负债表上，对央行负债增加（需要支付利息），同时基础货币增加。

表 6：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（+2.2）	存款（+17.6）
信贷（+14）	同业负债
自营非标（-1.0）	对央行负债（再贷款、逆回购等）
债券投资（企业债+0.3，地方债+4）	（+1.9）
其他资产	发行债券
	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 2018 年全年信贷投放量约 14 万亿元，外加地方债置换腾出的 4 万亿元，共可投放 18 万亿元。而对比 2017 年，信贷净增约 13.6 万亿元，地方债置换约 3 万亿元，还要考虑到 1.7 万亿元的票据贴现余额的压缩，腾出信贷额度，实际投放出去的一般信贷超过 18 万亿元。因此，比较来看，2018 年的信贷供给并不宽裕，也不排除央行在 2018 年中根据实际经济情况适度调整额度。

表 7：2011 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 前 11 月	129,432	68,006	18,119	49,888	64,668	17,284	-17,193	61,741	-3,136

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

主要包括经营贷、消费贷、信用卡等。2017 年突然放量，前 11 个月达到 1.8 万亿元，全年可能接近 2 万亿元。主要是业内很多银行纷纷开始重点拓展消费贷等业务，有些是与互联网公司合作，部分个人短期贷款可能被挪用作购房首付等不当用途。目前，加强首付贷、现金贷等监管之后，我们预计 2018 年个人短期贷款投放力度会有所走弱，全年可能达到 1.5 万亿元左右。

（2）个人中长期

以耐用品消费贷为主，其中又以住房贷款为主。随着 2017 年各地房地产调控逐步升级，2017 年月度成交面积有所下降，预计这一趋势将延续至 2018 年。但考虑到信贷申请与投放有个时滞，因此 2017 年底至 2018 年初几个月，住房贷款投放量仍然不会大幅下降，可能要到 2018 年下半年才能看到投放量下行。全年看，则可能较 2017 年有所下降，约 4 万亿元。

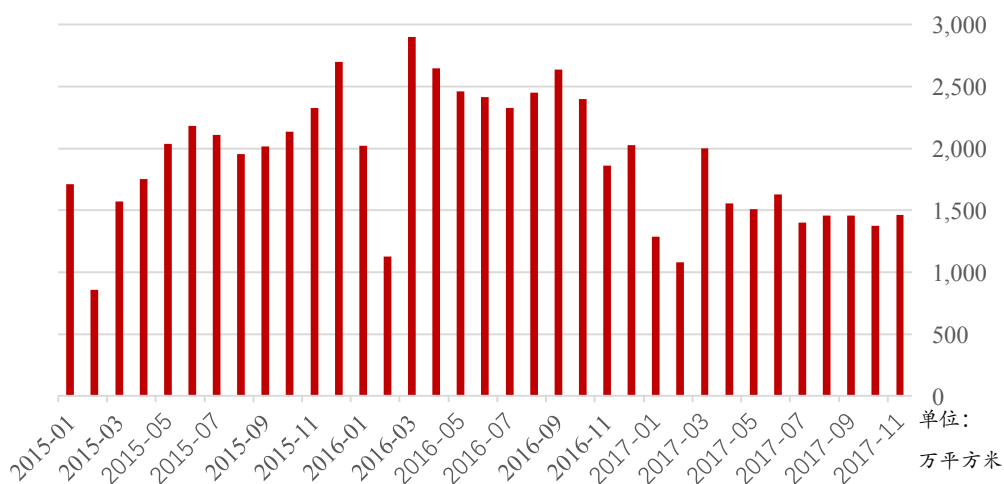


图 5：全国 30 大中城市商品房成交面积显著回落

数据来源：WIND

（3）企业短期

企业短期贷款主要与经济活跃程度相关。我们此前预判，随着前期基建等项目持续开工进展，将会带动上下游各行业以及各类配套的中小企业，因此，整个制造业将比 2017 年更为活跃。因此，预计企业短期贷款依然能保持在较好水平，我们预计全年约 2.5 万亿元左右。

（4）企业中长期

企业中长期贷款主要是用于固定资产投资，投向各类大型基建项目、工业投资等，因此，主要观测固定资产投资完成情况。我们预计 2017-2018 年固定资产投资增速分别为 7%、7.5%，并且 2018 年工业投资回升。2017 年对公中长期贷款投放量约 6.4 万亿元，但实际需求远超于此，受制于信贷额度，银行无法全部满足。2018 年，信贷额度依然有限，预计企业中长期贷款约 6 万亿元，比 2017 年略降。

表 8：2018 年信贷投放以对公长期贷款和个人住房贷款为主

		2015	2016	2017E	2018E
全部		117,199	122,315	136,000	140,000
居民户		38,700	63,294	74,000	55,000
其中：	短期	8,199	6,494	20,000	15,000
	中长期	30,500	56,800	54,000	40,000
非金融性公司及其他部门		73,800	58,029	66,000	85,000
其中：	短期	19,000	7,283	19,000	25,000
	票据贴现	16,600	8,946	-17,000	
	中长期	35,400	41,800	64,000	60,000
非银行业金融机构		3,767	992	-4,000	

数据来源：WIND（单位：亿元）

此外，正文已提及，地方债置换还能释放部分信贷额度，约 4 万亿元。但无论如何，整体信贷供给并不算充裕。同时，还要考虑到债券市场依然利率偏高、非标市场继续受监管影响，其他融资需求持续回流信贷市场。因此，整个信贷依然处于供不应求阶段，且供需矛盾仍较突出，信贷定价仍将上行。

五、表内投资与表外理财

由于表内投资、表外理财目前正处于监管强力推进的过程中，不确定性较大，因此很难做出相对可靠的预测。因此仅提供大致方向，待后续持续跟踪。

根据我们估计，根据 MPA 中的广义信贷增速考核方式，在现有的银行业资本充足率情况下，可以支撑的广义信贷增速约超 10%（与前文对 M2 增速的预测相近，符合逻辑），增量约超 20 万亿元。这是全行业广义信贷规模增长的一个天花板。

然后，再把广义信贷划分为表内信贷、表内投资（即信贷之外的债券、其他投资等）、表外理财。其中，表内信贷作为银行最为主要的资产业务，是优先保障的。因此，在上述广义信贷的增量中，先为表内信贷留出额度，即 14 万亿元，以及地方债置换占用 4 万亿元，剩下的额度仅 2 万亿元，由表内投资、表外理财分享。

表内投资、表外理财的最终资产投向，均主要是债券和非标。其中，表内投资可直接投向债券，也可通过委外的方式，借助一个资管产品（SPV），投向债券或非标。但目前，委外

和非标受严格监管，预计增量不大，甚至大幅收缩。因此，上述 2 万亿元的增量，绝大部分将投向债券。

但是，还需要考虑这 2 万亿新增投资的具体投向。根据目前的监管高压态势，理财规模难以增长，甚至有下降的可能。同时表内的其他投资（自营非标、委外等）也将处于明显收缩状态，收缩幅度可能较大。这两者将减持债券等资产。从而，银行表内投向债券的规模可能略超预期。然而，委外产品和表外理财投资的债券品种，与表内直接投资的债券品种，可能有所差异，表内更多以利率债为主。因此，虽然表内直投、表内委外、表外理财三者合计总量可投资 2 万亿元，但品种结构将有明显调整。

编 号	名 称	作 者
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
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、 韦祎
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼 ——东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	人民币国际化进程走出低潮，重新扬帆起航 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 2 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1617	人民币汇率跌宕起伏，国际化进程遭遇低潮 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 1 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1616	两岸金融合作机制探讨 ——海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第三部分）	蔡颖义、何青、钱宗鑫
IMI Report No.1615	两岸金融改革经验与制度借鉴 ——海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第二部分）	蔡颖义、涂永红、胡波、 钱宗鑫、吴雨微
IMI Report No.1614	人民币国际化与特里芬难题的辩证反思——海峡两岸金融改革	王芳、张晋源



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