

2020，货币环境如何演变？

——货币政策系列报告之一

宏观深度

◆ 要点

2019年货币政策在结构性去杠杆、稳增长等诸多目标间取得平衡，根据2019年底中央经济工作会议定调，货币政策将保持“灵活适度”。

展望2020年金融环境，**信贷**作为主要组成部分，预计制约信贷投放的约束有不同层次变化，表现在：银行业利润增速企稳有助其内源性资本补充，但银行尤其是中小行资本补充压力仍存；流动性面临新监管指标实施，银行需更加重视被动负债；利率约束压力较大，利率市场化背景下银行存款端成本较难回落，单纯依靠改革办法效果有限，或需货币政策在流动性的量价方面有所放松。**非标**方面，预计资管新规过渡期延迟的概率较高，2020年非标压降幅度或与2019年相仿。而社融口径的调整对社融增速影响不大。

今年1月下旬以来新冠肺炎疫情从湖北向全国蔓延，预计一季度经济增速下行的压力较大，央行或出台更多结构性货币政策扶持受疫情影响较大的区域和行业，并维持相对宽松的货币环境，但受制于宏观杠杆率较高，货币宽松程度相对有限，财政逆周期调控的重要性或进一步提高。

整体上，我们预计2020年央行或综合采用降准与增加准备金供给两种方式实现政策目标，或在下半年实施一次全面降准（若无MLF降准置换，幅度或在0.5个百分点），由于LPR下行难度加大，央行或下调MLF利率降低银行负债成本（幅度约10bp）。此外受中美贸易摩擦缓和以及贸易协议影响，人民币中期内贬值压力降低。预计全年信贷增速或在11.0-12.0%之间，社融增速在10.0-10.9%之间，信贷结构进一步优化。**不过，这些预测后续可能需要按照疫情的演变而适当调整。**

分析师

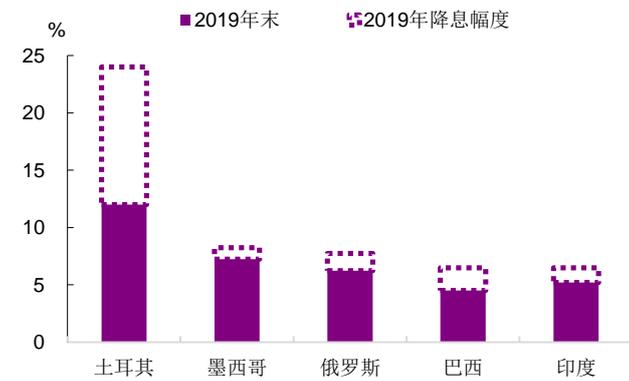
张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）
021-52523805
dengqiaofeng@ebcn.com

复盘 2019 货币政策

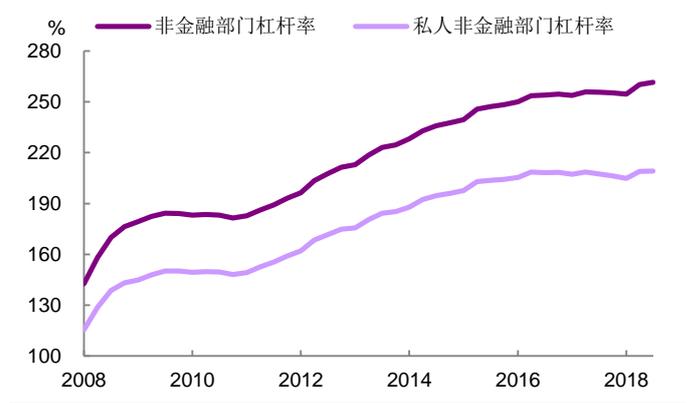
2019 年国际贸易摩擦频现，由此引发的不确定性是全球经济增长放缓的重要原因，欧美日制造业 PMI 和消费者信心指数均有所下行。2019 年下半年美联储三次降息，受外需低迷、通胀和资本流出压力减小影响，新兴市场国家纷纷下调政策利率，中国也在 11 月小幅下调 MLF 利率 5 个基点。

图 1：2019 年新兴市场国家政策利率变动情况



资料来源：Wind

图 2：2019Q1 中国宏观杠杆率有所回升



资料来源：BIS，时间截至 2019 年 2 季度末。

2019 年下半年以来国内加强宏观政策逆周期调节的必要性上升。2019 年 1 季度的信贷开门红出乎市场预期，这其中有流动性投放节奏、地产放松预期渐起等因素，其中 1 月央行净投放 8000 多亿中长期资金但地方债发行较慢，市场流动性充裕，票据利率大幅走低，“企业开票——贴现——转存银行结构性存款”这一链条助推信贷尤其是短期信贷大增（图 3）。1 季度末中国整体宏观杠杆率开始小幅上行（部分有名义 GDP 增速下降影响），此后在 4 月召开的中央政治局会议上结构性去杠杆被再次提及，并指出经济下行压力更多是结构性、体制性的，必须保持定力。但 5 月以来经贸形势演变使得宏观政策逆周期调节的必要性上升，2、3 季度经济增速接连下滑 0.2 个百分点，是否“保 6”成为市场关切。2019 年底中央经济工作会议提出货币政策要保持“灵活适度”，相较此前的“松紧适度”已略有放松。

表 1：近一年来重要会议对货币政策的定调

重要会议	相关内容
2018 年年底中央经济工作会议	宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和 稳健的货币政策 ； 稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕 …打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持 结构性去杠杆 的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。
2019 年 4 月中央政治局会议	外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。注重以供给侧结构性改革的办法稳需求， 坚持结构性去杠杆 ，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。 稳健的货币政策要松紧适度 。
2019 年 7 月中央政治局会议	我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大，必须增强忧患意识，把握长期大势…坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。 货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕 。
2019 年年底中央经济工作会议	要保持 宏观杠杆率基本稳定 ，压实各方责任。 稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕 ，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。

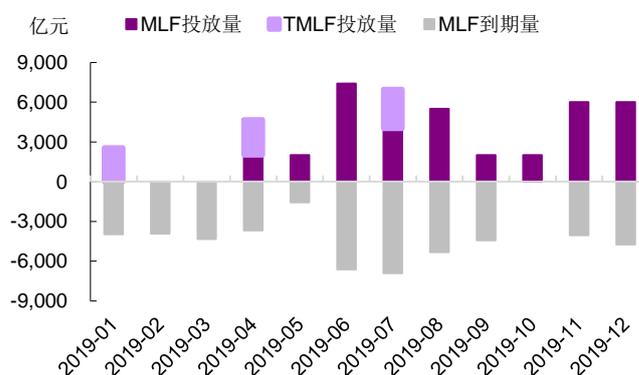
资料来源：新华社，光大证券研究所整理

图 3：2019 年 1 月结构性存款大增



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 11 月

图 4：2019 年 MLF 和 TMLF 投放情况



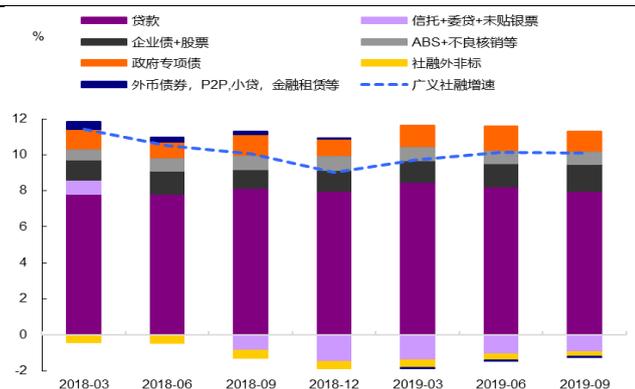
资料来源：Wind

图 5：2019 年货币政策梳理



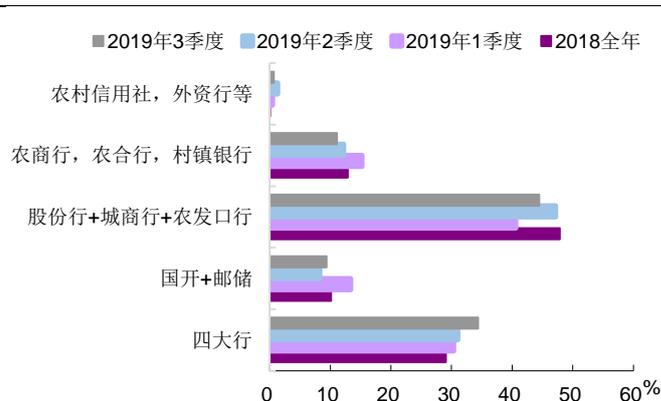
资料来源：央行官网，光大证券研究所整理

图 6：广义社融增速拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所估算，截至 2019 年 9 月末

图 7：2019Q3 四大行信贷占比显著提升



资料来源：Wind，央行货币政策执行报告，光大证券研究所测算

2019 年作为资管新规过渡期第二年，影子银行有序压缩但幅度明显收敛，新增人民币信贷 16.8 万亿，社融增速从 2018 年末的 10.0% 回升至 10.7%（广义社融与官方社融走向趋同，图 6），同时贷款利率有小幅下行，金融环境边际趋松。但金融风险事件同样值得警惕，5 月包商银行及结构化发债事件

发酵后，同业流动性一度分层，中小银行放贷能力受到影响。图 7 显示，2019 年下半年以来四大行信贷占比明显提高，而中小银行¹占比回落。展望今年，银行信贷扩张如何，面临的资本、流动性和利率约束会有怎样的演变？监管环境又会有怎样的变化？

信贷供需分析

信贷供给约束如何演变？

从信贷供给的三大约束看：银行尤其是中小行面临的资本补充压力仍存，但银行业利润增速企稳有助银行内源性资本补充；流动性面临新监管指标实施，银行需重视被动负债；利率约束压力仍较大，利率市场化背景下银行存款端成本较难回落，单纯依靠改革办法效果有限，或需货币政策在流动性的量价方面有所放松。

银行资本补充压力仍存

表 2 为资本管理办法对资本充足率的要求，其中银行核心一级资本的补充压力更大些（图 8，9），其补充更多要靠银行盈利、IPO 和增发股份来实现。

影响银行资本充足率要求的因素包括：①被列入全球系统重要性金融机构的四大银行 TLAC 工具补充（不过我国债券（剔除政府债和政策性金融债）对 GDP 比例尚不足 55%，TLAC 要求提前实施的概率不大，2025 年开始逐步实施），四大银行需将发行 TLAC 提上日程；②国内系统重要性银行评估在即，按照其评估方法，排名靠前的股份行和城商行有加征系统重要性资本要求的可能；③当前银行尚未加征逆周期缓冲资本，当前储备资本要求为 2.5%（范围为 0-2.5%），2019 年初中办国办曾发文，将从宏观审慎角度对商业银行储备资本等进行逆周期调节，未来银行资本充足率要求的结构或有发生变动。

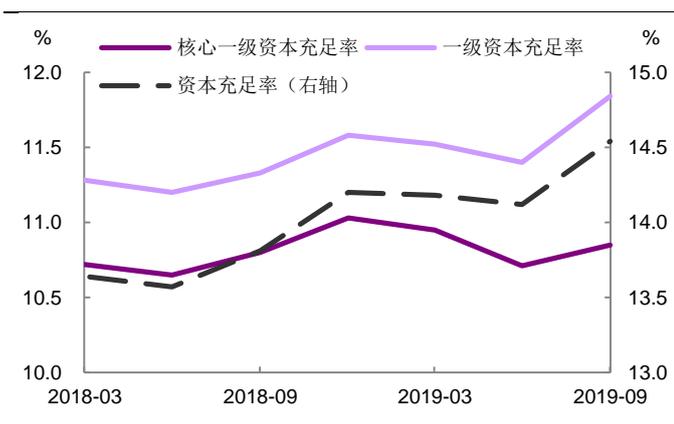
表 2：资本充足率要求

项目	资本要求	最低资本要求	最低资本要求 +储备资本要求	最低资本要求+储备资本要求 +系统重要性银行附加资本要求 +逆周期缓冲资本要求?
核心一级资本充足率	实收资本/普通股，资本公积，盈余公积，一般风险准备，未分配利润，少数股份资本可计入部分	5%	7.5%	7.5%+?
核心资本充足率	核心一级资本，加其他一级资本工具及其溢价，少数股东资本可计入部分	6%	8.5%	8.5%+?
资本充足率	二级资本工具及其溢价，超额贷款损失准备	8%	10.5%	10.5%+?

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，光大证券研究所整理。注：截至 2018 年年底，储备资本要求已经逐步提高到 2.5%。2018 年 11 月 27 日，央行联合银保监会、证监会发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，提出系统重要性金融机构初始名单将于每年 8 月底之前提交金融委审议，最终名单经金融委确定之后，由央行和相关监管部门联合发布。核心一级资本充足率方面，资本管理办法比巴塞尔协议Ⅲ的要求高 0.5 个百分点。注：根据《商业银行资本管理办法（试行）》，系统重要性银行附加资本和逆周期缓冲资本要求分别为 1%和 0-2.5%，暂不确定其在实施过程中具体执行的比例，故以“？”代替。

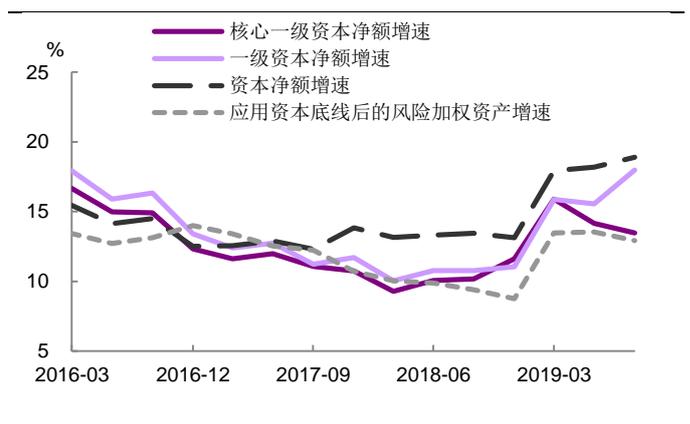
¹中小型银行包括股份行、城商行、进出口行、农业发展银行、农商行、农合行、农村信用社等。

图 8：银行核心一级资本补充难度仍较大



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 9 月末

图 9：商业银行资本和资产变动情况



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 9 月末

从银行经营角度可从分子和分母两端分析影响资本充足率的因素：

- 分母端：增长主要来自贷款投放和影子银行回表，类信贷资产回归信贷本质后需足额计提风险权重。2019 年 1 季度风险加权资产增速陡高，不仅来自信贷增速回升，还有资管新规严格执行的影响。今年资管新规过渡期整改仍将继续（不过个别困难机构可能会有一些灵活措施安排），风险加权资产增速或仍保持在 12% 左右的高位。
- 分子端：主要影响因素包括银行利润、减值准备计提以及不同级别资本补充工具的发行。
 - ◆ 2019 年银行利润增速企稳回升约 9%，与银行信贷量和净息差企稳有关²（图 10），支撑银行核心一级资本补充，但今年可能有两因素限制银行利润增速。一是在新金融工具准则下，金融资产减值准备的计提从“已发生损失模型”转为“预期损失模型”（并在每个资产负债表日分三阶段判断是按照 12 个月还是整个存续期来评估信用风险变动），整体上银行计提的减值准备会有明显增加（图 11，此外还有经济下行带来贷款不良率提升），削减未分配利润不利核心一级资本补充，不过超额贷款损失准备可计入二级资本³；二是在鼓励向实体经济让利的背景下，银行净息差或缩窄。
 - ◆ 银行资本补充工具发行的难度与必要性匹配度不高，需开拓合格投资者。未上市中小行缺乏股权类工具，而其永续债（计入其他一级资本）流动性较差、发行难度较大。2019 年共有 5696 亿银行永续债发行，但仅有威海市商业银行和台州银行两家中

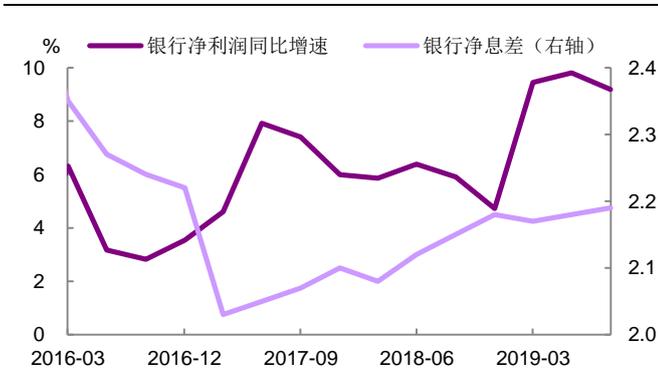
² 银行净息差企稳，或有以下几方面原因：一是银行积极调整资产结构，加大利率较高的零售信贷投放；二是银行生息资产扩大而付息负债增长相对较慢，这与银行发行股本或其他低成本资本补充工具相关。

³ 权重法下，超额贷款损失准备为银行实际计提的贷款损失准备与贷款损失准备最低要求（100%拨备覆盖率对应的贷款损失准备和应计提的贷款损失专项准备中的较大者）之差，可计入二级资本的限额为信用风险加权资产的 1.25%。按当前拨备覆盖率 180%、不良贷款率 1.8%、信用风险加权资产与贷款比例约 108% 来算，银行业整体的超额贷款损失准备恰好与限额相当，均可被计入二级资本。

小行合计发行 46 亿，其他银行多为大中型银行。在投资者方面，2019 年初银保监会允许保险资金投资银行资本补充债券，但并不能成为主力。永续债投资者结构数据未对外公布，以银行二级资本债的持有者数据为例，商业银行、银行理财和其他非法人产品持有占比分别约 27%、28% 和 40%（2019 年 11 月末），银行及银行理财仍是该类债券最重要的投资者。当前银行现金管理类产品在净值化理财产品中占比较高，我们猜测此类产品持有一定比例的银行资本补充工具，但如果按照近期发布的管理办法推行，资本补充工具的发行难度将有所加大。因此，未来关于银行理财产品规范的要求和豁免，有待持续观察。

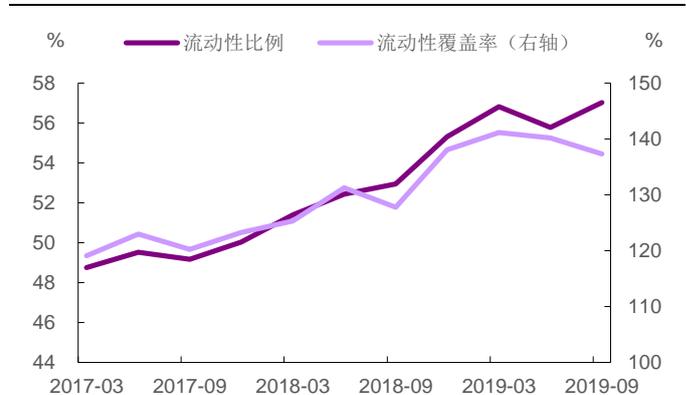
- ◆ 关注来自监管的两个不确定性。去年银保监会和财政部先后出台《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》和《金融企业财务规则（征求意见稿）》，前者要求银行对金融资产分类趋严，不良贷款确认的天数趋严。不过从目前上市银行不良贷款认定偏离度（逾期 3 个月以上的贷款余额/不良贷款余额）来看，36 家上市银行仅有 3 家偏离度高于 100%，该办法若出台对大型上市银行拨备计提等影响不大，中小行可能存在一定压力。但另一方面如果财政部拟出台的规定具有强制性，多家银行拨备率超过 300%，部分拨备覆盖率过高银行存在隐匿净利润的可能，拨备或有回调，进而可提升当年利润并提高银行核心一级资本充足率。

图 10：2019Q1 以来银行净利润增速反弹



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 3 季度末

图 11：流动性比例和覆盖率都远高于监管要求



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 3 季度末

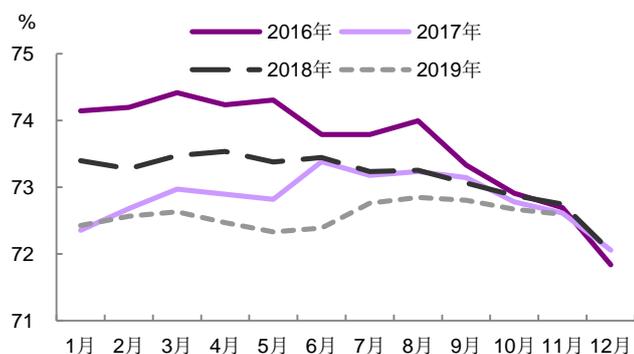
综合看银行尤其中小行资本补充压力仍存，压力大小要视资管新规等银行产品规范的严厉程度，以及银行净息差变动对利润的影响情况。

流动性匹配率指标新推，银行或面临调资产负债结构压力

年初银保监会在会议中首次指出要加强银行负债管理，而在国内系统重要性银行评估办法中相关指标所占权重高达 25%⁴。此外 2018 年实施的《商业银行流动性管理办法》中，流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率等都是流动性风险的监管指标，其中 2020 年 1 月 1 日起将执行流动性匹配率监管要求。目前银行的流动性比例、流动性覆盖率达达标完成情况较好（图 11），但净稳定资金比例尚可，但从流动性匹配率的折算度（附表）看，对同业资产负债均不利，或倒逼银行调整资产负债结构。

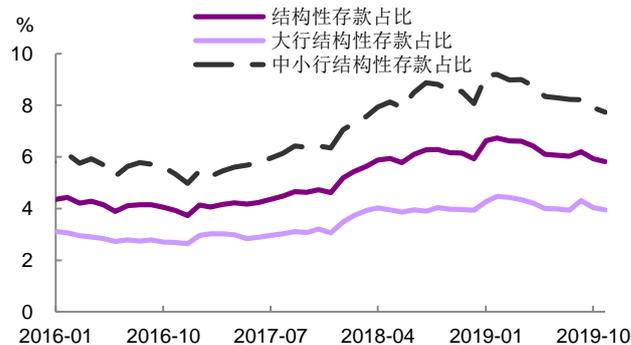
此外，2019 年年初银行结构性存款大增缓解银行揽储压力，但高成本揽储并不利降低实体融资成本，10 月银保监会发布规范结构性存款业务的通知⁵，要求不合规产品要在未来一年做到有序压降。2019 年银行存款占信贷资金来源的比例有所企稳，但结构性存款在银行尤其是中小行存款中占比较高，如果今年若要进行老产品压降，中小行揽储压力或有进一步上升（图 12、13）。

图 12：2019 年银行“存款/信贷资金来源”有所企稳



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 12 月。注：摘自央行发布的大行和中小行信贷收支表，两者之和可以近似代表银行业。

图 13：中小行结构性存款占比较高



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间截至 2019 年 11 月

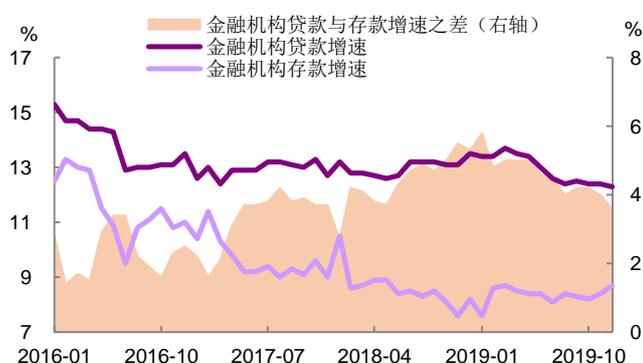
存量博弈情况下银行揽储压力或增加，但我们更要看货币政策配合程度。近期金融机构存款和 M2 增速均有好转迹象，2019 年 12 月末金融机构的存贷款增速之差有所收敛，居民和单位存款增速均有回升，同期 M2 增速亦回升至 8.7%（图 14）。今年年初央行降准净释放长期资金 8000 亿，并开展 3000

⁴ 评估参评银行关联度时，采用下列定量指标：①金融机构间资产，指银行与其他金融机构交易形成的资产余额。该指标权重为 8.33%；②金融机构间负债，指银行与其他金融机构交易形成的负债余额。该指标权重为 8.33%；③发行证券和其他融资工具，指银行通过金融市场发行的股票、债券和其他融资工具余额。该指标权重为 8.33%。

⁵ 《中国银保监会办公厅关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，要求“过渡期内，商业银行可以继续发行原有的结构性存款（老产品），但应当严格控制在存量产品的整体规模内，并有序压缩递减。对于过渡期结束前已经发行的老产品，商业银行应当及时整改，到期或兑付后结清。过渡期结束后，商业银行新发行的结构性存款应当符合本通知规定”。

亿 MLF 操作⁶，1 月地方专项债提前发行 7000 多亿。今年财政工作会议提出严禁通过以拨代支、虚列支出等抬高预算执行进度，叠加去年 9 月以来地方密集上报建设项目加大储备，专项债用到项目的建设的速度有望加快。此外历史上 M1 与 M2 变动趋势较一致，近期 (M1-M0) 中机关团体 (变动的重要贡献项来自城投) 和非金融企业的活期存款均有改善 (尤其是机关团体, 图 15)，去年 8 月以来城投再融资难度下降，近期公布的《上交所债券融资监管问答 (七)》显示城投新项目融资审批条件也有所放松。考虑到专项债项目建设主体也多为城投，基建专项债发行规模的扩大和下发进度的加快，城投现金流或有显著改善，预计今年其对货币增速的拉动或有较大提升。但目前新冠肺炎疫情后续演变形势未知，从当前各省规定的最早开工时间以及部分省份或区域封城或削减道路交通线路看，一定程度影响企业节后用工和供配货情况，以上推演逻辑的实现或延后至二季度。

图 14: 近期金融机构存贷款之差开始收敛



资料来源: Wind, 时间截至 2019 年 12 月末。

图 15: (M1-M0) 增速拆解



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截至 2019 年 11 月

预判今年银行流动性情况，既有正面的广义宽财政影响，也会有新的流动性监管指标实施和结构性存款规范等因素影响。我们认为中小行面临的流动性压力或相对更大，但在央行松货币配合广义宽财政的假设下，银行业整体流动性压力或不大。

解决短期利率约束问题不能完全依靠改革办法

虽然 2019 年货币市场利率由反转 2018 年下行，一般贷款利率亦波动趋刚

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7504

