

# 2019 年金融形势判断：探寻复杂环境中的结构性机遇——明年 A 股大概率呈现前平后高的走势

■中国银行国际金融研究所  
中国经济金融研究课题组

展望 2019 年,中国金融发展面临的环境依旧复杂,全球经济复苏势头放缓,主要经济体货币政策收紧对金融市场平稳运行形成扰动。但随着“六稳”政策落地见效,金融供给偏紧局面将得到纠偏,M2 和社融增速低位企稳,民营和小微企业融资可得性有望提高。流动性保持合理充裕,货币市场利率或将进一步下探。股市正在企稳并有望反弹,全年呈现“前高后低”的复苏行情,需要关注企业财务状况恶化与融资环境变化形成强化效应,地方政府债务负担加大,以及美联储加息背景下汇率等金融市场存在超预期波动的可能。

## 一、多部门协同修复信用,民营和小微企业融资的可得性有望提高

2019 年,随着“六稳”政策的持续落地,尤其是支持民营和小微企业政策效果的显现,企业微观主体的信心增强,并推动信贷需求小幅回升。一是 M2 和社融增速低位企稳。在中美贸易摩擦的持续发酵背景下,经常项目顺差或将继续收窄,进而对外汇占款和基础货币供给产生不利影响。但随着央行加快实施“三角形支撑框架”,金融市场在稳增长、调结构等方面将发挥更重要的作用,企业通过股市和债市融资的规模将进一步增加。与此同时,货币政策将保持稳健取向,流动性保持相对充裕,有利于增强货币创造能力。预计 2019 年 M2 增长

8.5%, 社会融资规模存量同比增长 10.2%,相比 2018 年有所回升。二是人民币贷款平稳增长。随着政府加大对基建投资的支持,以及密集出台支持民营和中小微企业发展的支持政策,基建投资过快下滑的局面将得以改善,民企、外企等微观基础将得到夯实,小微企业融资难问题也将有所缓解。预计 2019 年全年新增贷款约 16 万亿元,比 2018 年增加 1 万多亿元。

## 二、流动性将保持合理充裕,货币市场利率或将进一步走低

2019 年,货币市场运行将保持平稳,市场利率或进一步下行。一是考虑到中美贸易摩擦影响逐渐显现、经济增长动力有待增强等因素,未来经济下行压力将加大,需要相对宽松的货币政策环境。预计货币政策将维持稳健,有利于货币市场利率继续下行。二是通胀压力减弱,对中长期利率有下拉作用。CPI 方面,前期扰动因素已逐渐消退,考虑到楼市、车市表现较冷,未来需求端难有起色;PPI 方面,油价下行,后期抬升动力不足。二者的共同作用使得通胀压力缓解,对中长期利率产生下拉作用。值得注意的是,中美贸易政策走向已经出现一定程度背离,随着美联储加息、缩表的推进,中美利差收窄甚至倒挂将带来人民币汇率和跨境资本流出的压力,这会对货币市场利率的下行形成制约。

## 三、中美利差收窄概率增大,但债市仍有望延续稳中向好行情

2019 年,债券市场仍将维持稳中向

好行情。一是经济下行压力加大和流动性宽松格局不改,利好债市发展。二是加大债市发展的政策有望出台。2019 年债市将成为基建融资资金的重要来源,政府将继续加大对债市发展的支持力度,适当调低地方债风险权重等政策有望出台,这有利于提高各主体持有地方债意愿。影响债市的不利因素主要与中美利差不断收窄、信用风险依然较大等有关。2018 年 11 月末,中美 10 年期国债收益率利差已跌至 20 多个 BP,为十年来最低水平。未来一段时间,中美国债收益率差距还有进一步收窄风险,这降低了债市的配置吸引力。与此同时,信用风险仍是当前企业面临的主要风险,需关注企业财务状况恶化与融资环境变化形成强化效应,进而对债市形成冲击。

## 四、股市将在波动中夯实底部,市场情绪将有所修复

经过长时间震荡下行后,当前 A 股底部已出现。展望 2019 年,A 股大概率呈现前平后高的走势。一是“六稳”政策效果将逐渐显现,经济在前期承压后有望在 2019 年下半年企稳,有利于促进股市探底回升。二是市场情绪将有所修复。从中美贸易摩擦升级引起的投资者悲观情绪已得到基本释放,随着宏观调控力度更加精准、信号更加明晰,未来市场预期将趋于稳定。三是流动性将逐季改善。随着纾解股权质押风险政策逐步落实,地方政府、金融机构等多方积极参与,民营企业流动性将有所好转。保险、理财资金已开始逐步入市,2019 年将成为贯穿

全年的增量资金。但注意的是,美股经历多年牛市后存在回调空间,可能引起全球股市波动共振,是对 A 股独立性的一大考验。

## 五、人民币兑美元汇率将稳中趋贬,但在可控区间内

2019 年,受国际风险冲击和内外货币政策分化影响,人民币兑美元汇率预计将呈现稳中趋贬的态势。

但外汇市场也存在稳定因素:一是中国市场进一步开放会加大外部资金流入,外汇供求总体保持稳定,人民币兑美元中间价逆周期因子将继续发挥稳定汇率的作用,而且央行政策工具箱中稳定汇率的工具较多,未来人民币汇率预期更加稳定,人民币单边大幅贬值的空间不大。二是随着央行在离岸市场可以发放央行票据,离岸人民币汇率预期会更加稳定,离岸人民币汇率将围绕在岸人民币汇率上下震荡,而非长期偏强或偏弱。三是美国经济扩张周期进入后半程,中美贸易摩擦对其通胀的影响、新兴市场脆弱性上升等方面都会加大美国经济的潜在风险,对美联储加息有扰动作用。从整体来看,预计 2019 年人民币汇率将稳中趋贬,但在可控区间内。

(本文节选自中国银行国际金融研究所发布的《中国经济金融展望报告》。中国经济金融研究课题组长:陈卫东,副组长:宗良,成员:周景形、李佩珈、高玉伟、梁婧、范若澄、李赫、郭志寰、瞿亢、陈志华)

# 系统重要性金融机构监管的指导意见既防风险又补短板

■陈昊 何帆 鲁政委

11 月 27 日,中国人民银行、银保监会、证监会联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》(银发〔2018〕301 号,以下简称《指导意见》)。

《指导意见》对我国的国内系统重要性金融机构的定义、范围、评估流程和总体方法进行了明确。

《指导意见》的发布标志着我国的系统重要性金融机构监管由“全球系统重要性”发展到“国内系统重要性”机构监管阶段。这不仅是进一步防范系统性金融风险的需要,也是看齐国际监管要求的“补短板”举措。

# 现代金融体系应如何服务现代化经济?

■伍 晓

党的十九大报告明确提出,“贯彻新发展理念,建设现代化经济体系”。这是我国经济从高速增长转向高质量发展阶段的内在要求,是我国转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的迫切需要。同时十九大报告提出“现代金融”概念,指出“着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系”。这与前述“现代化经济体系”首尾连贯、前后照应,实际上强调了金融是整个国民经济的一部分,与实体经济紧密联系、互相支撑,而不是孤立的、分割的。现代金融体系作为现代化经济的核心和基石,服务实体经济高质量发展是新時代的核心使命,同时也只有在为实体经济服务中才能实现自身持续健康发展。

## 围绕供给侧结构性改革的需求引导金融资源更合理配置

金融在现代经济体系中横跨供给需求两侧,既可以为需求侧引入资金流,又可以为供给侧提供资本土壤。党的十九大报告将“深化供给侧结构性改革”列为“建设现代化经济体系”的首要任务,是新常态下推动我国经济发展的主线,是适应和引领经济发展新常态的重大创新。这就要求金融在供给侧结构性改革中扮演引导和支撑的角色,将更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱

## 对金融机构的可能影响

根据《指导意见》要求,对于 D-SIFIs 的附加监管要求将包括附加资本要求、公司治理、风险管理、信息系统、压力测试等。笔者认为《指导意见》的逐步落地,主要影响将会集中在以下几个方面:一是部分大中型银行可能接受更高的附加资本要求,但预计附加资本要求的达标将会给予较为充裕的过渡期。《指导意见》要求,“附加资本采用连续法计算,即选取系统重要性得分最高的金融机构作为基准机构,确定其附加资本要求,其他机构的附加资本要求根据系统重要性得分与基准机构得分的比值确定。当对系统重要性金融机构进行分组监管时,可在各组内分别选取系统重要性得分最高的机构作为各组的基准机构,组内其他机构的附加资本要求采用连续法确定”。具体的附加资本要求框架可能在此前《商业银行资本管理办法(试行)》的基础上,参考 G-SIFIs 的附加资本要求形成。若参照国际标准并结合《商业银行资本管理办法(试行)》,我国 D-SIFIs 的附加资本要求可能介于 0.5%至 2%之间。

当前,在表外资产回表、监管要求提升以及债转股、不良资产处置占用较多资本的大背景下,我国商业银行整体面临着较大的资本压力,《商业银行资本管理办法(试行)》规定的资本充足率要求

过渡期也才在 2018 年年底结束,若贸然迅速对被划分为 D-SIFIs 的大中型银行提出更高的资本要求,可能会对金融机构提供融资的能力产生负面影响。因此,人民银行在《指导意见》答记者问中也进一步明确“人民银行会同相关部门在制定实施细则时将考虑我国金融机构实际情况,设置合理的监管要求与过渡期安排,避免短期内对金融机构造成冲击”。因此,笔者认为监管机构将充分考虑多方面因素,对 D-SIFIs 所要遵循的附加资本要求设立较为充裕的过渡期。

二是更高的杠杆率要求。《指导意见》指出,“针对系统重要性金融机构提出附加资本要求和杠杆率要求”。从巴塞尔委员会对全球系统重要性银行的附加杠杆率要求来看,2017 年 12 月,巴塞尔委员会发布的《巴塞尔协议 III》的最终修订版本对全球系统重要性银行提出了比一般银行更高的杠杆率要求(Leverage ratio buffer),即“全球系统重要性银行的杠杆率最低要求=一般银行杠杆率最低要求+50%\*系统重要性银行附加资本要求”。例如,若对一般银行的杠杆率最低要求为 3%(我国原银保监会《商业银行杠杆率管理办法(修订)》(银监会令〔2015〕第 1 号)要求我国商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于 4%。],某家全球系统重要性银行的附加资本要求为 1%,则该银行的最低杠杆率要求为 3.5%=3%+50%\*1%。杠杆率定义为一级资本净额与商业银行调整后的表内外资产余额的比率。全球系统

重要性银行的杠杆率要求将 2022 年 1 月 1 日开始执行。笔者认为,未来我国监管也可能对国内系统重要性银行提出类似的附加杠杆率要求,同时比照附加资本的监管原则,对于同时属于全球系统重要性银行和国内系统重要性银行的商业银行,应当遵守二者中更高的附加杠杆率要求。

三是部分机构将面临更高的流动性、大额风险暴露要求。《指导意见》指出,“人民银行可会同银保监会、证监会视情对高分组别系统重要性金融机构提出流动性、大额风险暴露等其他附加监管要求,报金融委审议通过后施行”。在流动性方面,附加监管要求可能主要针对投资基金。在大额风险暴露方面,该项规定可能主要针对商业银行。

四是部分货币基金将面临更为严苛的监管要求。人民银行 11 月 2 日发布的《中国金融稳定报告(2018)》在“防范货币市场基金流动性风险”中提到要“加强对系统重要性货币市场基金的监管”。目前,我国部分货币基金规模已与大型城商行总资产相当,也已成为货币市场重要参与者,若按照上文 CNBNI G-SIFIs 的评估指标,这部分货币基金已具有一定的系统重要性,根据《中国金融稳定报告(2018)》要求,系统重要性货币基将“设置更高的风险备付金要求,执行更高的流动性、投资分散度等监管标准”。

(陈昊、何帆系兴业研究公司金融监管分析师,鲁政委系兴业银行、华福证券首席经济学家)

农产品加工流通和一、二、三产业融合发展,有力支持农业供给侧结构性改革和农业农村现代化,不断推动农业升级、农村进步、农民发展。

## 围绕总体国家安全观构建全方位金融安全战略体系

金融安全是国家安全的重要组成部分,是经济平稳健康发展的重要基础。金融是国家重要的核心竞争力,金融安全是国家安全的重要组成部分,金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。

维护金融安全,是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事。当前我国的金融风险相对比较复杂,具有风险隐蔽深、风险问题多样、风险边界模糊等多重特征,具体表现为在金融高杠杆驱动下的市场非常规逐利行为,包括影子银行、虚假账目、债务投资、以及金融实体脱实就虚等,以及金融市场规范和监管问题包括金融行为规范不到位、监管不及时、不深入等风险隐患。在坚持“防风险、去杠杆、抑泡沫”基调的基础上,如何调整金融监管与金融市场之间的张力,通过金融创新、金融发展、金融稳定三个着力点,实现经济新常态下的金融稳定,推动新时代的“无危机”发展,已经成为现代金融体系建设的重要内容。

(作者系中国人民大学国家发展与战略研究院副院长、国际货币研究所研究员)

## 热点关注

# 加强互联网贷款管理宜疏不宜堵

■董希森

近期网传的《商业银行互联网贷款管理办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》)引起了市场关注。对于纯线上模式的互联网贷款,建章立制、明确规则很有必要,有助于加强业务审慎经营、有效防范风险。但应妥善处理好监管与创新的关系,不宜搞“一刀切”,对金融机构良性创新应继续予以支持。

互联网贷款未改变信贷的本质,其基于互联网等技术,原来在线下进行的信贷业务全部迁移到线上,风险呈现出一些新的特点和趋势。少数从业机构还存在一些粗放经营、野蛮生长的行为。如个别农村信用联社,甚至将直销银行业务外包给网络借贷信息中介平台,由此类平台经营网络借贷业务。

2010 年 2 月份,中国银监会公布《个人贷款管理暂行办法》,这是我国第一部个人贷款管理制度。随着形势发展变化,《暂行办法》的相关条款已经难以适应当下的实际情况。2017 年,一份《民营银行互联网贷款管理暂行办法(征求意见稿)》曾在市场间流传,但后来并未正式出台。而此次的《办法》,则对商业银行开展互联网贷款业务进行全面规范。从网传的内容看,《办法》涵盖了互联网贷款业务的定义和范畴,参与资质、发放余额、授信和风控、数据与模型、联合贷款及其额度、催收合作等多方面,对整个业务生态和经营流程进行了详细的政策规定。

应该说,《办法》作为商业银行互联网贷款业务的“基本法”,将正式确立互联网贷款的地位,为商业银行互联网贷款业务发展提供政策依据,从根本上有助于互联网贷款业务长期健康发展。《办法》明确互联网贷款应坚持小额分散原则、应通过合法渠道获得数据、不得与无资质的平台共同出放贷、不得进行暴力催收等,针对性较强,有助于减少互联网贷款发展过程中的一些乱象,更好地保护金融消费者合法权益。

但是,《办法》的部分内容值得商榷,一些过于严苛的条款引发了行业普遍担忧。尤其是其中关于联合贷款额度的规定,即“单笔联合贷款中,作为客户推荐方的商业银行出资比例不得低于 30%;接受推荐客户的银行出资比例不得高于 70%。作为客户推荐方的商业银行全部联合贷款余额不得超过互联网贷款余额的 50%;接受客户推荐的商业银行全部联合贷款不得超过全部互联网贷款余额的 30%。”此外,关于联合贷款属地化比例的规定,即“向外省客户发放的互联网贷款余额不得超过互联网贷款、总余额的 20%”,也备受关注。如果这两条规定真正落地施行,那对于已经开展联合贷款业务的商业银行,对于受益于此模式的民营企业、小微企业和消费者来说,都将带来较大影响。

2015 年 1 月 4 日,在李克强总理见证下,深圳前海微众银行发放了第一笔贷款。而商业银行联合贷款模式,正是发端于深圳前海微众银行、浙江网商银行、四川新网银行等这一批基于互联网运营的民营银行。这些具有前瞻意识和科技能力较强的互联网银行,与上海银行、南京银行等一批主流城商行、农商行不谋而合,通过按比例联合出资、各自多重风控、风险共担的创新模式,直接面向个人消费者(一般是 30 万元以内)和小微企业(一般是 100 万元以内)提供在线信贷服务。此种模式下的联合贷款,是互联网贷款的重要方式,一般呈现出一键获取、随借随还、小额分散、使用高频的服务特点。根据公开资料,目前微众银行通过该模式,累计为超过 1000 万的个人消费者提供近 10000 亿元信用贷款;网商银行

行则通过该模式累计为超过 1000 万的小微企业提供了超过 20000 亿元信贷支持;而成立还不到两年的新网银行,也通过合作平台向众多创业者、小微企业、“三农”经济提供更高效和低成本

的信贷服务。从实际效果看,互联网银行与主流银行联合贷款模式有助于提高金融服务可得性,有助于缓解民营企业“融资难”“融资贵”等问题。这是数字普惠金融的生动实践,是服务实体经济特别是民营经济的具体体现。应该说,上述互联网银行通过自身的科技能力特别是联网运营和连接能力,搭建起了一条条通往小微企业的“金融毛细血管”,打通金融输血实体经济的“最后一公里”和“最后一公里”,一定程度上解决了以往金融机构对民营企业、小微企业“不敢贷”“不愿贷”问题。但是民营银行特别是互联网银行,普遍存在吸储能力弱、资金成本高等困境,联合主流商业银行,可以获得较为低廉的资金,从而降低给小微企业的贷款利率,有助于缓解民营企业、小微企业“融资贵”问题。从初步观察看,上述联合贷款模式已经具备一定的商业可持续性。

与此同时,互联网银行这些探索和创新,在整个银行业具有示范作用。在金融科技时代,有着超过 4200 家法人机构的银行业如何适应变化、加快创新,是全国四百万银行人共同面对的重大课题。将联合贷款作为切入点,商业银行加强与互联网银行乃至更多的金融科技公司开放与合作,探索更多的模式,有助于加快银行业转型升级,提高在金融科技时代银行业创新能力和服务能力。如果对联合贷款模式进行过于严格的限制,将在一定程度上斩断部分商业银行向小微企业、民营企业精准输血的渠道,也可能堵塞普通金融消费者回归正规金融机构的大门。同时,这也将对中小银行借助金融科技力量加快转型升级、提高服务实体经济能力产生不利影响。此外,如果简单按照线下贷款的属地化方式去管理互联网贷款,有“画地为牢”等问题,在实践中省外与省内客户也难以有效区分。

今年 7 月底和 10 月底的两次中央政治局会议,对当前和今后一段时期内的经济金融形势和工作作出了准确判断和重要部署,提出了“稳就业、稳金融、稳预期”等六稳要求。在以供给侧结构性改革为主线、着力打好防范化解重大风险这一攻坚战背景下,出台相关规定对商业银行联合贷款模式进行规范,是十分必要的,但应本着“宜疏不宜堵”的思路,在联合贷款具体额度比例、属地化限制等细节上,尽量多地倾听市场和行业声音,广泛地征求各方意见。

笔者建议:一是实施差异化监管。不搞“一刀切”,区别对待金融机构和无资质平台、互联网银行和其他银行。如对互联网银行,采取一定豁免措施,鼓励继续探索。二是建立负面清单。参照互联网贷款实际运行情况 and 效果,抓住牛鼻子建立负面清单,实施“精准拆弹”,把握好力度和节奏,避免给市场带来过多冲击。三是完善金融基础设施建设。明确内外部统一建设标准,整合内外部数据资源,拔掉“信息烟囱”,打通“信息孤岛”,为互联网贷款发展提供更好支持。

总之,监管部门在政策制定和执行过程中,需要将良性金融创新与“伪创新”区分开来,更好地保护金融机构创新发展的积极性,推动金融服务实体经济能力和效率不断提升。金融机构要深刻理解监管部门各项措施的精神实质和总体要求,妥善处理好金融创新与合规经营的关系。

(作者系中国人民大学重阳金融研究院高级研究员)

本版文章仅代表作者个人观点  
不代表本报观点

本版主编 朱宝琛 责编 徐建民 制作 连景  
E-mail:zqrb2@sohu.net 电话:82031730