

离不开的非标，逃不掉的通道

——理财非标全景透视

银行

大资管新规去非标：基本落实

4月27日，经国务院的批准，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局早前联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称《意见》、《新资管规定》），以统一同类资产管理产品监管标准和更有效防控金融风险。

表外非标的行程机理：监管套利

在银行日均存贷比不得高于75%的基础上，大大的限制业银行的信贷资产规模。同时，银监会在银行信贷资产的投资领域上也有所限制，例如限制银行贷款投向地方融资平台，故银行在在寻求监管套利的动力之下找到了一种新的放贷形式——投资非标资产。因此，我们基于“存贷比限制”和“风险权重限制”两个视角对表外非标的行程机理进行了梳理，认为银行非标业务快速扩张是银行监管套利动力下的结果。

表外非标的主要存在形式及规模

在2013年3月份银监会出台的“8号文”中，指出当前非标资产的存在形式“包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等”。在大资管新规发布之前，表外非标资产在“信托贷款”、“委托贷款”、“明股实债”和“应收账款、承兑汇票等其他资产”等方面迅速扩张，增长数以倍计，银行同业业务之下亦隐藏了大量的非标资产，至2018年第一季，非标资产产量最保守估计在30万亿以上。

强监管下表外非标的监管压力及处置路径

在强监管环境下，银行的表内外非标投资同样面临较大的调整压力，新资管在非标资产“信托贷款”、“委托贷款”、“明股实债”和“应收账款、承兑汇票等其他资产”等方面都作了明确的规定及限制，同时围堵同业理财、自营资金投资非标、理财投入权益等监管套利手法。在大资管新规下，增量非标准资产将会受到限制，而对于存量非标准化债权资产，除非存在期限错配，则要在2020年底前逐步回表，同时非标债权资产的估值亦要按照公允价值原则确定净值。

强监管去非标对银行规模影响正在边际减轻

大资管新规基本落实以来，我们观察到金融严监管对银行的影响正在逐步从整治金融乱象的短期冲击影响转变为资管新规下的长期业务调整压力，从而其边际影响在逐步减轻。具体来看，一方面是商业银行规模在资本计提、非标债券资产对接资金不足和净值化面临巨大的潜在亏损等方面受到一定冲击影响；另一方面在央行放送狭义信贷控制、降准及发行符合新规的新产品、承接老产品下强监管对银行规模影响将会逐步减轻，最新央行发《通知》准许非标扩容，同时非标的信托通道业务也将逐步放开。

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

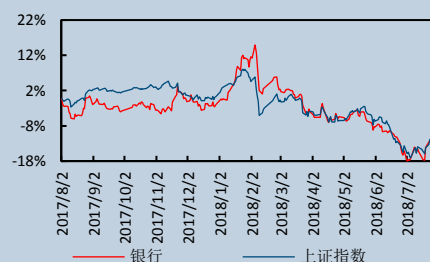
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018年08月02日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|-------------------------------------|
| 18.01.08 | 银行业周报 99 期：去杠杆细化政策出台降风险，资金利率全线回落提估值 |
| 18.01.03 | 银行业动态：IFRS 9 落地，对银行业影响几何？ |
| 18.01.02 | 银行业周报 98 期：流动性至降利率，银行股确定性向上 |

目录

大资管新规去非标：基本落实	1
表外非标的行程机理：监管套利	1
银行表外非标的主要存在形式及规模	2
（一）信托贷款（收益权）	2
模式	2
（二）委托贷款、交易所委托债权	2
模式	2
（三）权益类资产（明股实债）	3
模式	3
（四）票据类、应收账款类、信用证等其他非标资产	4
模式	4
规模	6
强监管下表外非标的监管压力及处置路径	6
强监管去非标对银行规模影响	10
（一）强监管去非标对银行规模的影响来源	10
1、银行理财权益类资产回表问题	10
2、商业银行资本计提问题	11
（二）2018 年去非标可能的减压措施	13
1、宏观方面	13
2、银行资管业务方面	14
（三）最新的关于非标扩容政策	15
（四）非标通道业务放松势在必行，继续看好板块	16

图表目录

图表 1： 信托收益权转让一般模式	
图表 2： 委托贷款一般模式	
图表 3： 票据出表一般模式	
图表 4： 信用证一般模式	
图表 5： 2015-2016 银行理财配置非标规模（万亿元）	
图表 6： 4Q15-4Q17 银行理财配置非标规模（万亿元）	
图表 7： 4Q15-4Q17 银行理财配置非标百分比（%）	
图表 8： 2016-2018 年的重要监管文件	
图表 9： 大资管新规的内容和大意	
图表 10： 各项非标资产的处置路径	
图表 11： 社融表外融资规模（万亿元）	1
图表 12： 社融未贴现的银行承兑汇票规模（万亿元）	1
图表 13： 社融委托贷款规模（万亿元）	1
图表 14： 社融信托贷款规模（万亿元）	1

图表 15: 1Q17-1Q18 各类银行资本充足率 (%)	11
图表 16: 1Q17-1Q18 各类银行拨备覆盖率 (%)	11
图表 17: 1Q17-1Q18 各主要银行核心一级资本充足率 (%)	11
图表 18: 1Q17-1Q18 各主要银行一级资本充足率 (%)	11
图表 19: 1Q17-1Q18 各主要银行市净率 (PB) (倍)	11
图表 20: 社融表内融资规模 (万亿).....	11

大资管新规去非标：基本落实

关于规范金融机构资产管理业务呼声强烈。为统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，更好地服务实体经济，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局于 2018 年 4 月 27 日联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）。

《意见》从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。《意见》坚持防范风险与有序规范相结合，合理设置过渡期，给予金融机构资产管理业务有序整改和转型时间

下一步，银行应按照《意见》的相关规定，在 2020 年底前进行整改和转型，依法合规开展资产管理业务。

表外非标的行程机理：监管套利

“非标准化债权资产”，是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产。非标产品是绕过银行或债券审批管理部门，通过某个非标准化的载体(如信托计划等)，从而将投融资双方衔接起来。

表外非标的行程机理包括以下几个方面：

（1）银行的信贷监管规定的背景：银监会对银行的信贷规模有着严格的监管，

其一、银行日均存贷比不得高于 75%，这大大的限制了商业银行的信贷资产规模。

其二、银监会在银行信贷资产的投资领域上也有所限制，例如限制银行贷款投向地方融资平台。

因此，在寻求监管套利的动力之下，银行找到了一种新的放贷形式——投资非标资产。

（2）投资非标资产的好处：从直接原因来看，银行非标业务快速扩张是因非标业务能达到监管套利。

其一、与普通贷款相比，通过投资非标资产为实体经济提供“贷款”业务的收益率相对偏高，能够为银行创造更高的效益。

其二、理财资金投资非标资产属于银行表外业务。在银行会计科目上，银行通常只把保本型的理财产品记入资产负债表，而非保本理财产品则记在表外代客理财科目中，不在银行的会计科目中体现，因此银行在做大非标资产规模的同时不需要考虑存贷比限制。

其三、通过同业业务投资非标则因属于银行同业业务。这些同业业务中的大部分以买入返售资产的形式，记入返售科目，在银行会计科目中主要体现在买入返售资产以及应收款项投资项下，并仅需计提 20% 的风险权重。银行同业业务投资的非标资产，由于属于同业资产，按照规定仅需计提 20%(3 个月内)或 25%(3 个月外)的风险权重，而传统信贷的风险权重为 100%，信托风险权重最高甚至可达 150%，因此同业资产如此低的风险权重，可以美化银行的资产负债表，降低银行的拨备率，放大信贷杠杆。

银行表外非标的主要存在形式及规模

在 2013 年 3 月份银监会出台的“8 号文”中，指出当前非标资产的存在形式“包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等”。

银行非标资产主要可以总括成以下四种形式：

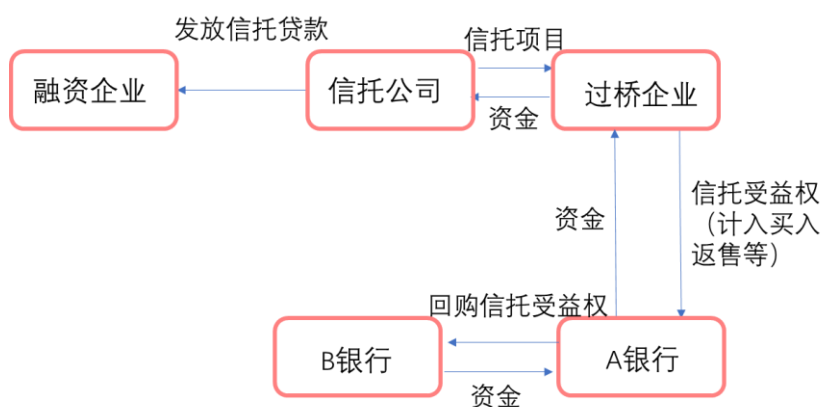
（一）信托贷款（收益权）

模式

具体模式为银行通过同业银行透过信托计划、保险资管计划向信托公司等金融中介融出理财资金，信托公司等金融中介拿到资金后将资金贷给需求方，再由另一家通道银行提供远期担保回购承诺，随后再回购信托受益权，达到了以同业业务形式间接放贷的目的。该业务模式下信托公司、信托计划皆由银行指定，融资对象亦为银行授信客户。

在这个系统当中，银行获得的信托受益权属于同业业务，在银行资产负债表当中体现为买入返售资产，不属于贷款，因此不影响银行贷款额度和存贷比。同时，银行不直接承担贷款风险，而是由提供担保的回购银行承担，同时回购银行亦可以把从事该项担保业务的收入计入中间业务收入。银行通过信托通道向客户授信“放贷”，以规避信贷规模管制、降低资本消耗。

图表1： 信托收益权转让一般模式



资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）委托贷款、交易所委托债权

模式

2018 年 1 月 5 日中国银监会发布的《商业银行委托贷款管理办法》对委托贷款业务进行了明确的定义，委托贷款是指委托人(银行)提供资金，由其他同业商业银行（受托人）根据委托人确定的借款人、用途、金额、币种、期限、利率等代为发放、协助监管使用、协助收回的贷款。根据该定义的内容，商业银行委托贷款业务项

下，借款人、借款用途、借款金额、借款期限、借款利率等借款交易核心因素均由委托人决定。

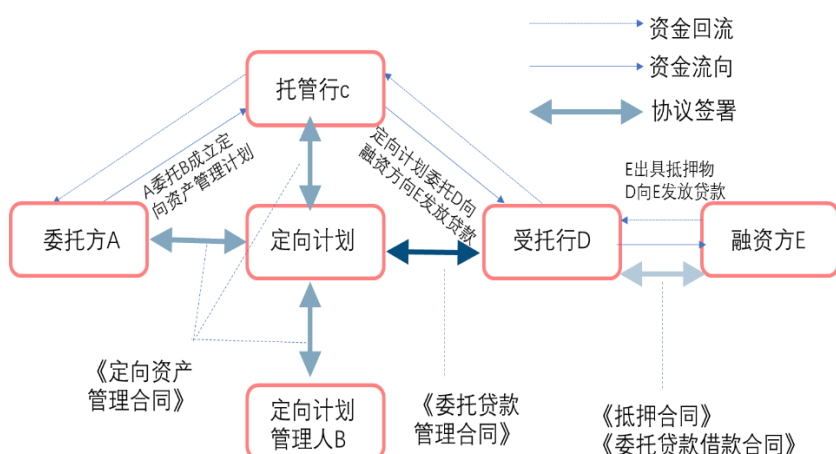
具体模式为融资方一般为委托方(银行 A)的授信客户，银行 A 欲向融资方 E 提供融资，但受制于监管指标或融资方的行业限制，无法通过表内贷款科目实现放款。于是，银行 A 以理财资金或自营资金委托证券公司 B 设立定向资产管理计划，B 完全遵循银行 A 的投资指令，在同业银行 D 开立贷款资金账户，委托 D 贷款给企业 E，B 再收取定向资产管理计划管理费。而托管行 C 则和管理人、委托方一起签订《定向资产管理合同》，托管人依照管理人发送的划款指令行事，按照合同或协议约定负责安全保管委托资产、办理资金收付事项。

实践中，D 大部分情况下属于 A 银行的分支机构或另外一个分行，即 A 银行作为一个法人主体，既充当资金来源方（实际委托人），确定融资客户，承担信用风险，又充当放款的受托方。

该业务模式往往具备以下特点：一是由客户 E 直接向银行 A 提出融资需求，由银行 A 全权对委托资金的使用、金额、期限、利率确定融资方案；二是银行 A 其实是委托贷款实际出资人，且实质承担委托贷款的风险。

银行 A 通过设计委托贷款交易结构，将贷款科目项下业务转为**同业投资和委托贷款科目**，以规避表内贷款关于房地产贷款、政府融资平台贷款、借贷比等监管规定，实现监管套利。

图表2： 委托贷款一般模式



资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）权益类资产（明股实债）

模式

权益类资产主要可分为**带回购条款的股权性融资**和其他**私募债权**两方面。由于 2013 年后实体经济收益率开始下降，再加上非标业务受到限制。银行开始加大理财资金进入债券的配置，权益类资产增加，但由于银行表内资产不能直接投向权益类，因此权益类资产基本由表外理财对接。

1、带回购条款的股权性融资

回购条款的股权性融资是指资金以股权投资模式进入目标上市公司，但附带回购条款，约定一定期限后，

目标公司关联方或股东回购上述股权。这种融资手段与单纯的股权投资或债权投资的主要区别在于：投资方形式上通过股权的形式投资，但投资主要依靠债权回款，具有刚性兑付、保本保收益的特征。

具体模式是出资者 A 通过 B 券商定向资管计划参与 C 上市公司定增，为了促进发行成功，C 公司大股东和 A 商定好，签订保底协议，或者和可交债配合，如果协议完成后收益率为负，则保证 A 的本金安全，并支付一定利率，一般用土地或者固定资产抵押。那么对于 A 而言，参与定增的资金表面上是股权投资，其实是债权投资。

2、其他私募债权

具体模式跟带回购条款的股权性融资相似，出资者 A 通过 B 券商定向资管计划投向目标融资方，然而融资方并非上市公司或非公开交易的企业股权，而是主要投向其他创业投资基金(即投资未上市成长性企业的基金)或投资除证券及其衍生品和股权以外的其他领域的基金(如红酒等商品基金)，其性质都是具保本保收益特性。

(四) 票据类、应收账款类、信用证等其他非标资产

模式

1、票据出表模式

具体模式为企业存入保证金，申请签发银行承兑汇票，收款人往往是关联企业，关联企业进行票据贴现，贴现资金返还出票人，由其再存入银行作为保证金，再签发银行承兑汇票，随之贴现的循环过程。

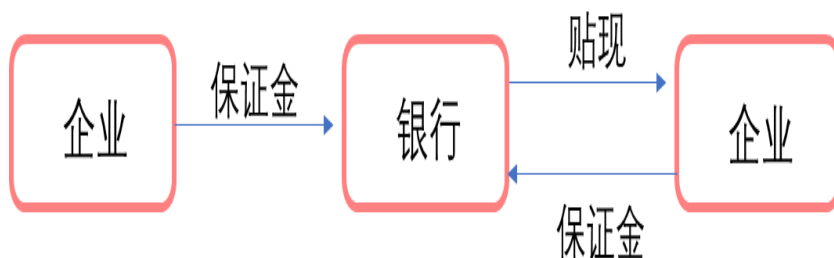
但是，因为银行承兑汇票一旦贴现，就被纳入信贷规模，重新归入银行表内。所以票据空转无论如何一定会在一定程度上消耗银行的信贷额度和占用银行资本。因此，银行会以以下三种模式设法将票据资产在表内进行挪移或者转为表外：

(1) 农信社模式：部分农信社由于票据卖断和票据回购业务在会计处理上不作区分。银行将票据卖断给农信社，同一天再从农信社买入返售同批票据，返售到期日买回票据托收。这种情况下对农信社来说，先是买断票据，同一天卖出回购，远期再卖断，农信社之前将会会计记账时卖出回购票据出表，所以也不占用它的信贷规模。同时在此模式下对银行来说，该类票据属于买入返售的同业资产，也不占用银行的信贷额度。

(2) 信托模式：银行将票据以约定的利率转让给特定的信托计划，而对接方其实为银行理财产品或银行自身，票据资产顺利从贴现资产科目转为应收账款类投资。其后由于 2012 年 3 月银监会《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》禁止各项形式的票据受让业务，银行创新此模式将汇票的直接转让转换为票据收益权的转让。

(3) 券商资管模式：在农信模式、信托模式被监管部门监管后，券商资管模式逐渐出现，主要是借助券商资管通道进行资产出表。

图表3： 票据出表一般模式



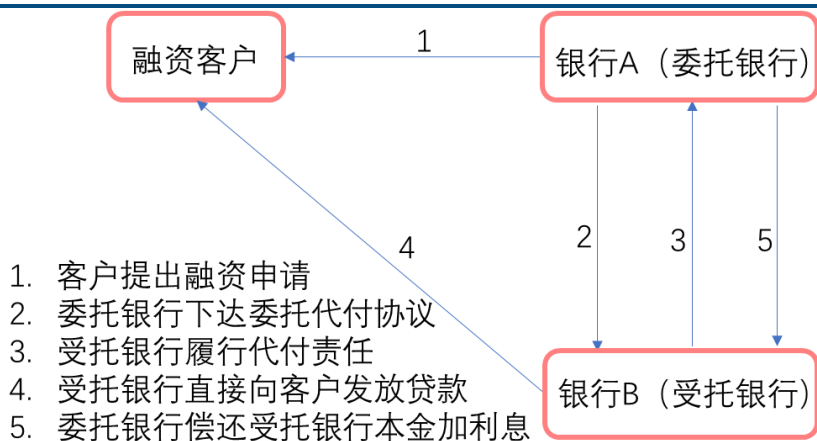
资料来源：中信建投证券研究发展部

2、信用证模式

信用证模式是指**信用证代付业务**，具体模式是指委托银行 A 根据客户 B 的申请，以自身名义委托同业银行 C 提供融资，同业银行 C 在规定的付款日根据委托银行 A 的指示先行将款项划转至 B 账户上。委托行 A 则在约定还款日先行代 B 偿还他行 C 代付款项本息，是一家银行代替另一家银行来兑现信用承诺，主要基于信用证。待融资到期日，再由客户 B 偿付信用证项下款项、利息及相关银行费用。

在此模式中，委托银行没有直接发放贷款，属于表外业务，满足了客户融资需要，又规避了信贷规定及拨备监管，对受托代付银行来说，该业务属于表外业务同业拆借业务也不计入贷款项下。

图表4：信用证一般模式



资料来源：中信建投证券研究发展部

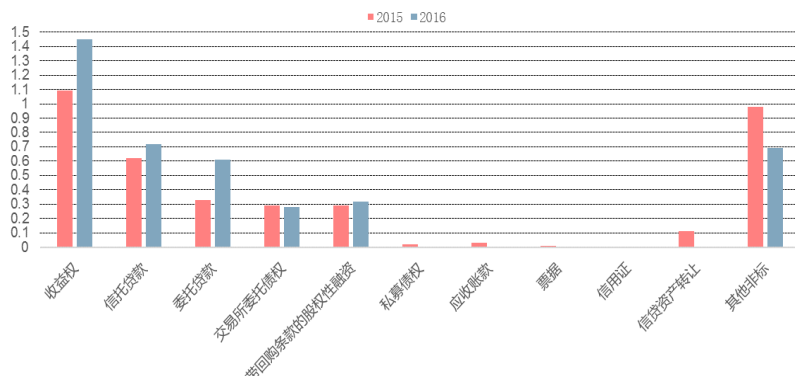
3、应收账款类模式

应收账款是指公司持有的非上市中国国家凭证式国债及其他债权投资，主要包括以上所述的信托受益权、券商资产管理计划、承兑汇票、信用证等资产，但除了上述形式以外，**应收账款亦包括其他存放在同业银行的协议存款、同业定期存款及其他与商业银行同业的非信贷往来交易。**

由于这类的应收账款绝大多数为与商业银行同业的往来交易，预计其实际资本计提比例将参照对我国其他商业银行的债权进行，即 20%-25%，**资本计提比例较低**，同时估值大多仍使用成本法估值，损失减值准备亦不足，**价值被高估。**

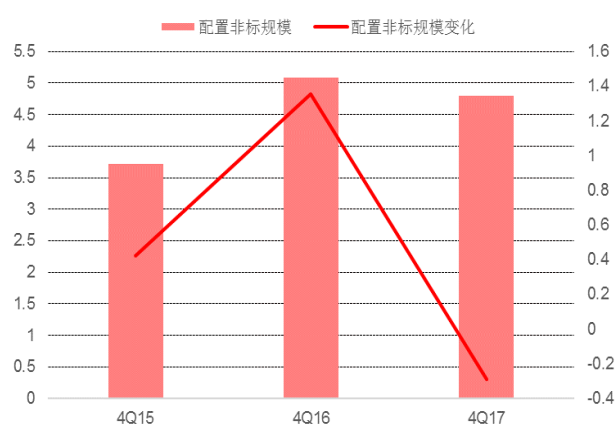
规模

图表5： 2015-2016 银行理财配置非标规模（万亿元）



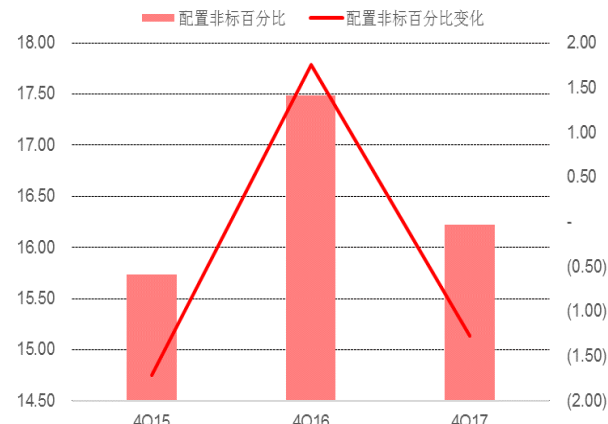
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表6： 4Q15-4Q17 银行理财配置非标规模（万亿元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表7： 4Q15-4Q17 银行理财配置非标百分比（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

总括来说，除个别重叠部分外，保守估计，银行委托贷款、信托贷款、明股实债、其他等四种主要表外非标资产总计达 **4.79 多万亿**，占银行业总理财资产 **16.22 %**，加上部分非标资产项目被严重低估，非标规模实可达 **5 万亿以上**，占银行业务、整体金融业务一大块，规模不容小视，在大资管新规下一旦全数回表定会对银行规模造成压力。

强监管下表外非标的监管压力及处置路径

事实上，银监会从 2010 年开始已多次对非标资产发布多项意见。2017 年更被市场誉为“金融监管年”，尤其是上半年出台的去槓杆、去非标、紧监管若干监管文件对全年甚至未来几年的金融市场业态发展、表外非标资产监管政策导向都起着决定性的影响。下表中，我们会对 2016-2018 新资管前针对银行非标资产的监管文件及其主要内容、重点针对目标进行梳理。

图表8： 2016 - 2018 年的重要监管文件

请参阅最后一页的重要声明

时间	监管文件	针对非标类型	主要内容
2016 年 4 月	《关于规范银行业金融机构信贷资产预期年化收益权转让业务的通知（（2016）82 号文）》	信托、委托贷款及其他非标资产	1. 银行不得通过理财资金直接或间接投资本行信贷资产预期年化收益权，也不得以任何方式承担显性或隐性回购义务。 2. 银行亦不可以用自有理财资金接盘不良资产年化收益权。
2016 年 5 月	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订征求意见稿）》	信托、委托贷款	1. 结构化资产管理计划不得嵌套投资其他结构化金融产品。防止通过多层嵌套的方式形式上规避结构化资产管理计划的各项限制。
2016 年 6 月	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知	信托、委托贷款	1. 银行需要清理存款通道等业务（简称通道类业务）。 2. 规定保险资产管理公司通过设立资产管理计划等形式接受商业银行等机构的委托，按照其意愿开展银行协议存款等投资，需在其委托合同中明确保险资产管理公司不承担主动管理职责。 3. 保险资产管理公司需暂停新增办理通道类业务并提交通道业务自查报告
2016 年 7 月	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	所有	1. 银行理财产品不得直接或间接投资于本行信贷资产及其受（收）益权，不得直接或间接投资于本行发行的理财产品或上市企业股权及其受（收）益权。 2. 规定商业银行理财产品投资于非标准化债权资产，期限不能错配，非标余额亦不得超过该理财产品余额的 35%。 3. 银行理财产品的特定目的载体不得直接或间接投资于非标准化债权资产，银行亦不得为的非标准化债权资产或权益类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺。
2017 年 3 月	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》(银监办发（2017）46 号)	所有	1、主要针对灰色地带 2、要求金融机构全面自查、监管机构对金融机构进行抽查，并点出了同业空转、理财空转等市场较为关注的问题。 3、文件附件规定了交叉线金融产品的风险责任原则。对于通道类业务发展速度和规模过高且风险管理能力跟不上要求的机构，要求制定整改计划。 4、同时详细列出了套利的 95 种手法，涵盖了目前银行做的绝大多数制度套利行为。
2017 年 4 月	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》(银监办发（2017）45 号)	所有	1、要求银行针对“违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章”开展自查工作，并在 2017 年 6 月底报送。 2、目的是为强化银行的合规文化，强调对现在法律、法规、规章的遵守。
2017 年 4 月	《关于银行业风险防控工作的指导意见》银监发（2017）6 号	所有	1、对同业业务、理财业务等问题提出全面的风险防控要求。 2、同时明确提出要控制同业存单等同业融资规模。
2017 年 4 月	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通过》(银监发（2017）5 号)	所有	1、要求组织全国银行业集中整治市场乱象，包括股权和对外投资、机构和高管、规章制度、业务与产品、人员行为、行业廉政风险、监管履职、非法金融活动等。 2、三三四文件类似，但进一步扩大了自查的覆盖面，要求银监系统各分支机构也应全面自查，看是否切实履行监管职责，是否有内外勾结降低监管标准的情况。
2017 年 12 月	《关于规范银信类业务的通报》	信托贷款	1. 不得利用信托通道掩盖风险、规避资金投向、资产分类等监管规定，不得通过信托出表融资。

时间	监管文件	针对非标类型	主要内容
2018 年 1 月	《关于加强保险资金运用管理、支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》	明股实债	1. 严禁以“明股实债”为地方融资平台融资。
2018 年 1 月	《商业银行委托贷款管理办法》	委托贷款	1. 银行不能委托人变相放贷，资产产品不能发委贷，募集资金不得投资国家禁止的领域和用途。

资料来源：中信建投证券研究发展部

而 2018 年上季关于规范金融机构资产管理业务论辩仍然强烈。为统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，更好地服务实体经济，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局于 2018 年 4 月 27 日联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）。

《意见》从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。**严格并切实落实过往对非标准化债权类资产投资要求**，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。《意见》坚持防范风险与有序规范相结合，合理设置过渡期，给予金融机构资产管理业务有序整改和转型时间。下表中，我们会对在大资管新规主要内容、重点针对非标项目进行梳理。

在大资管新规下，加上自 2010 年开始的一系列监管意见，一行三会对委托贷款、信托贷款、明股实债、其他等四种主要非标资产的形式进行了非常严格的规范。下表中，我们会对各类非标资产的处置路径进行梳理。

图表9：大资管新规的内容和大意

对应监管文件 条号	针对非标种类	主要内容
“明确过渡期内和过渡期后的要求” 11,18,29 号	所有种类	1. 发按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期为本意见发布之日起至 2020 年底。 2. 过渡期内，银行发行新产品应当符合本意见的规定；为接续存量产品所投资的未到期资产，金融机构可以发行老产品对接，但严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减。 3. 过渡期结束后，金融机构的资产管理产品按照本意见进行全面规范，金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。
“打破刚兑” 2,15,18,19 号	明股实债	1. 要求投资盈亏应由投资者自行承担，列出了四类刚兑行为，严禁银行承诺保本保收益，或以任何形式垫资兑付。 2. 应以公允价值原则对产品进行估值。 3. 同时详细列明银行进行刚性兑付行为罚则。
“统一资管产品风险准备金计提标准” 17 号	委托贷款、信托贷款	1. 针对现时银行计提风险准备金比例不一，统一规定金融机构应当按照资管产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，或者按照规定计提操作风险资本或相应风险资本准备。
“统一负债杠杆比例” 20 号	所有种类	1. 在负债杠杆方面，分类统一了对公募和私募产品的负债比例(总资产/净资产)分别设定 140% 和 200% 的上限，分级私募产品的负债比例上限为 140%。 2. 为抑制层层加杠杆催生资产价格泡沫，要求资管产品的持有人(包括银行)不得以所

对应监管文件 条号	针对非标种类主要内容
	持产品份额进行质押融资，不得使用银行贷款等非自有资金投资资管产品，资产负债率过高的企业不得投资资管产品。
	1. 资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品(公募证券投资基金除外)，即私募资管产品最多只能嵌套两层，同时要
“消除多层嵌套和通道”	8,9,22, 27 号 委托贷款、信 披露受托活动及投资层。
	托贷款 2. 金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的，该受托机构不得进行转委托，不得再投资其他资产管理产品。
“确定资管产品信息披露频率”	11, 12, 16, 25 号 所有种类 1. 金融机构应当至少每季度向投资者披露风险、产品净值和其他重要信息。
	1. 为防止分级产品成为杠杆收购、利益输送的工具，要求发行分级产品的金融机构对委托贷款、信 该产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者，分级产品不得对优先级份额投资
“规范分级产品类型”21 号	托贷款、明股 者提供保本保收益安排。
	实债 2. 同时充分考虑了当前的行业监管标准，对可以进行分级设计的产品类型及比例作了统一规定。

资料来源：中信建投证券研究发展部

在大资管新规下，加上自 2010 年开始的一系列监管意见，一行三会对委托贷款、信托贷款、明股实债、其他等四种主要非标资产的形式进行了非常严格的规范。下表中，我们会对各类非标资产的处置路径进行梳理。

图表10： 各项非标资产的处置路径

重点非标资产 类型	目前已出台的重点相关文件(已省去重述)	各项非标资产的处置路径
信托贷款	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(资管新规)	可能大幅减少:
	《关于规范银信类业务的通资料来源：中信建投证券研究发展部知》《关于银行业风险防控工作的指导意见》银监发(2017)6号	1. 业务模式受限: 由于资金池业务受限、杠杆率要求、禁止了投资部分未上市企业股权及
	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》(银监办发(2017)46号)	其收益权，同时规定定向资产管理计划参与上述贷款类业务的需确保资金来源为委托人自有
	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版征求意见稿)》	资金，限制嵌套层令信托通道规避银行指标难度大增。
	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》	2. 客户基础: 大受限制，新规对客户资产规模大小有所限制，同时亦无法再刚性兑付。
委托贷款	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版征求意见稿)》	3. 由于无法再增量信托贷款，只可在存量产品
	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》	整体规模内发行老产品接原有信托贷款，并有序压缩递减，现存信托贷款在新资管后规模将
	《关于规范金融机构同业业务的通知》银发(2014)127号	大幅减少，操作空间大减，需要回表。
	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》银监发(2013)8号	可能大幅减少:
	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(资管新规)	1. 规定定向资产管理计划参与上述贷款类业务的需确保资金来源为委托人自有资金，亦不得转委托令委托通道规避银行指标难度大增。
	《商业银行委托贷款管理办法》	
	《关于银行业风险防控工作的指导意见》银监发(2017)6号	
	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》	

重点非标资产类型	目前已出台的重点相关文件(已省去重迭)	各项非标资产的处置路径
明股实债	银监办发(2017)46号 《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订征求意见稿)》 《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》银发(2014)127号 《关于规范金融机构同业业务的通知》银发(2014)127号 《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》银监发(2013)8号 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(资管新规) 《关于银行业风险防控工作的指导意见》银监发(2017)6号 《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》 银监办发(2017)46号 《关于加强保险资金运用管理、支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》 《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》 《关于规范金融机构同业业务的通知》银发(2014)127号 《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》银监发(2013)8号	2. 银行不能再代同业承担委托信贷风险, 银行需自行承担风险。 3. 同时无法再增量委托贷款, 只可在存量产品整体规模内发行老产品接原有委托贷款, 并有序压缩递减、委托贷款规模将大幅减少, 现存委托贷款在新资管后几乎都不合规, 操作空间大幅减少: 1. 由于银行需以公允价值原则对产品进行估值, 巨大的潜在亏损可能浮现, 令银行需要开始进行大量拨备, 故新资管下明股实债规模会大量减少。 2. 同时由于严禁银行承诺保本保收益, 或以任何形式垫资兑付, 因此明股实债在新资管下大多不合规, 需以其他金融产品作承接。
	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(资管新规) 《关于银行业风险防控工作的指导意见》银监发(2017)6号 《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》 银监办发(2017)46号 《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》 《关于规范金融机构同业业务的通知》银发(2014)127号	可能大幅减少: 1. 由于在过往多项监管建议下, 各种空转套利模式, 如信用证套利、票据空转等大多已被明 2. 加上新规要求对各通道嵌套层进行披露及自查, 空转模式通道更难以隐蔽。除了部分应收帐款类资产合规、有操作空间外, 大部分其他非标资产需要回表。
	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》 《关于规范金融机构同业业务的通知》银发(2014)127号	

资料来源: 中信建投证券研究发展部

总而言之, 在大资管下, 2018年下半年开始, 银行近九成非标资产均需回表。由于720央行通知, 这种徽标的压力在减轻。

强监管去非标对银行规模影响

出于政策监管, 银行资金池业务受到影响, 而且银行近九成非标资产均需回表, 银行资产规模随之受压。银行规模主要在以下几主要方面受到压力:

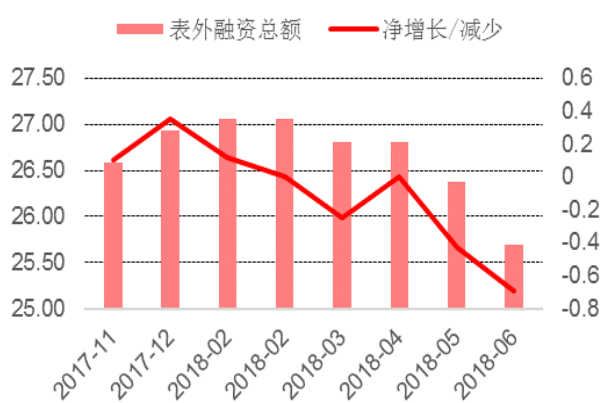
(一) 强监管去非标对银行规模的影响来源

1、银行理财权益类资产回表问题

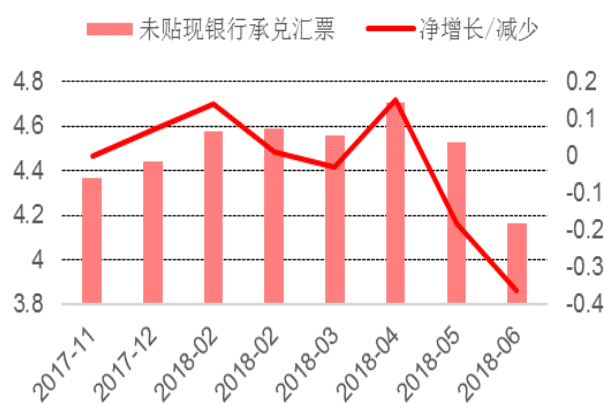
其一, 非标市场面临较大抛售的压力: 非标资产的期限往往超过1年, 未来新增的非标准化债券类资产没有对接的银行理财资金。

其二，银行理财市场竞争将加大：新规落地之后，银行理财市场的竞争将加大，其是对长期资金的视争。零售实力较强，客户资源较多，零售品牌认可度高的银行将占据优势，对其他银行构成压力。

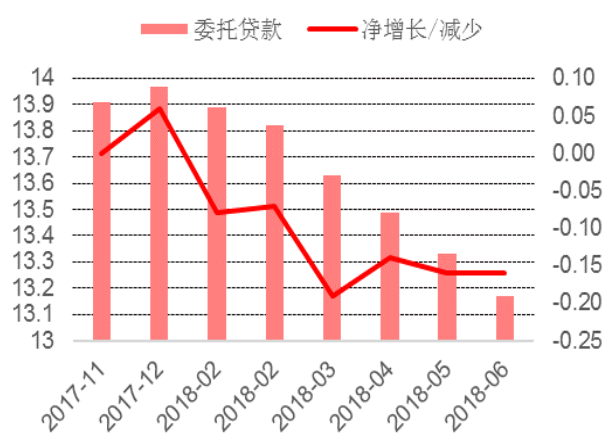
其三，虽然很多银行很早便主动开始了净值化的转型。招行自 2015 年开始用净值型产品替代预期收益率型产品，截止 2018 年，净值型产品余额占其总产品余额的 75% 以上，而其新发行的理财产品更是实现了 100% 净值型。但是目前银行发行的净值型产品大部分还是所谓“假净值”（非标资产仍使用成本法估值）。因此这里最大的压力是切换后面临巨大的潜在亏损会浮出水面。尤其 2017 年全年收益率上行导致大面积浮亏通过摊余成本法被掩盖而已。过渡期之后如果全部转为公允价值估值，如何弥补亏损是难题。

图表11： 社融表外融资规模（万亿元）


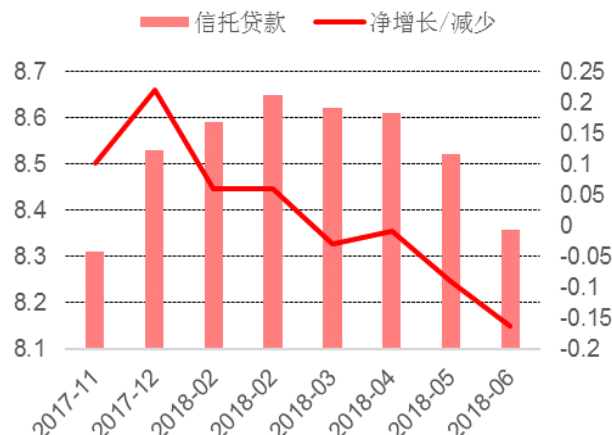
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表12： 社融未贴现的银行承兑汇票规模（万亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表13： 社融委托贷款规模（万亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表14： 社融信托贷款规模（万亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

2、商业银行资本计提问题

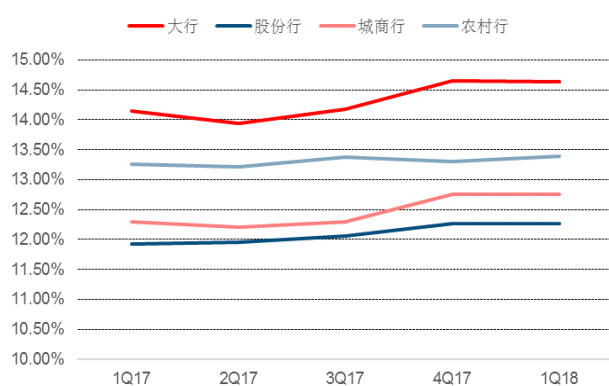
非标回表的资本计提核心是针对表外非标的部分，这部分体量其实超过我们官方统计的部分。因为银行理

财明股实债以及 G06 报表填写规范问题导致非标占比严重低估。难以估算对商业银行资本计提压力多大。

资本充足率当前的监管要求是除大型银行外 10.5%；但是 2018 年在场外 ABS 资本计提，洁净出表等监管强化要求之下，资本充足率可能会进一步微降，二级资本债的发行占比不能太高（最多提升银行资本充足率 2 个百分点）；如果表外非标回表，只要占总资产规模 10% 对资本充足率低于 12% 的银行而言不可承受（面临大规模补充资本需求）。

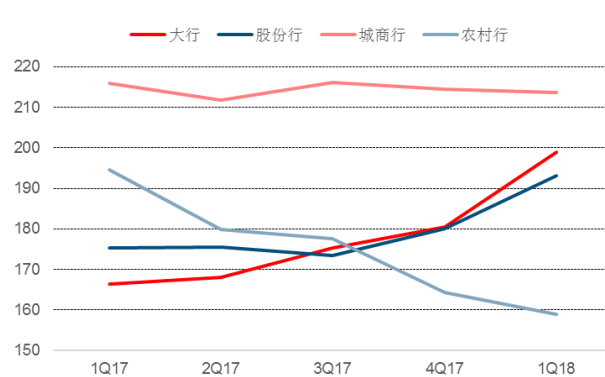
在大资管新规下，因以上所述的各项压力因素，农村行、股份行、大行等，在 2018 年新一季，无论是在资产规模、市净率、资产充足率皆受到一定压力，其中以农村行影响最为明显。

图表15： 1Q17-1Q18 各类银行资本充足率（%）



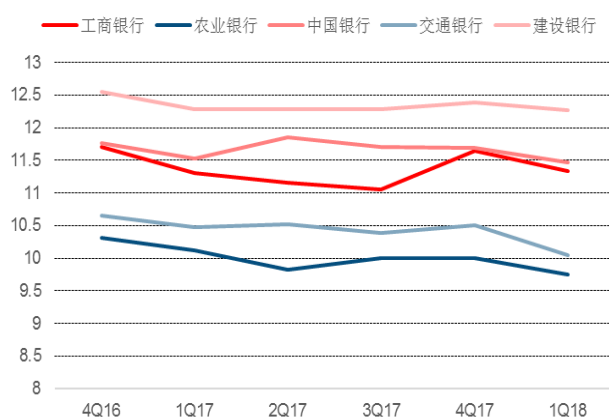
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表16： 1Q17-1Q18 各类银行拨备覆盖率（%）



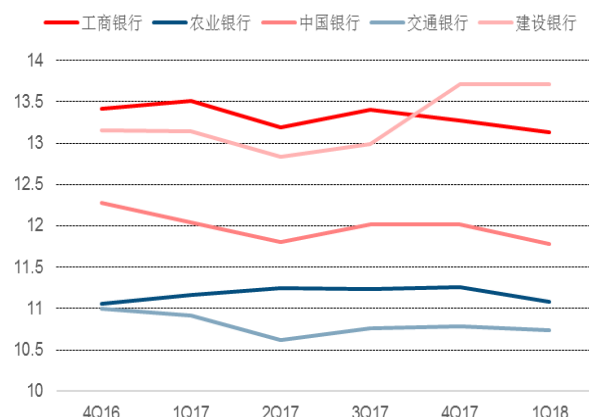
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表17： 1Q17-1Q18 各主要银行核心一级资本充足率（%）



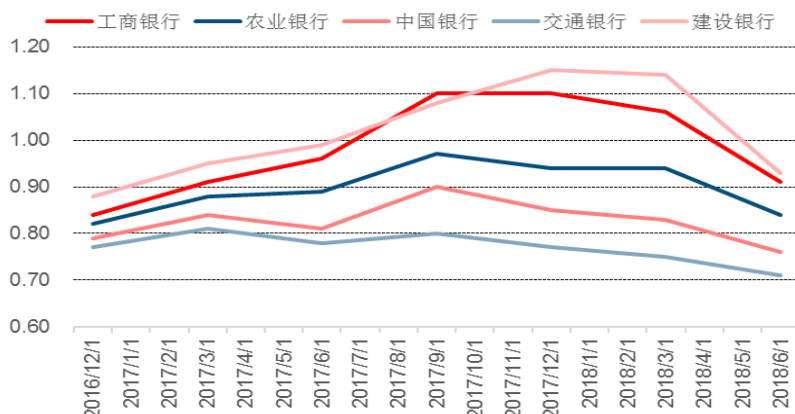
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表18： 1Q17-1Q18 各主要银行一级资本充足率（%）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表19： 1Q17-1Q18 各主要银行市净率（PB）（倍）



资料来源：中信建投证券研究发展部

从对银行的实质影响出发，虽然“大资管新规”的正式落地意味着监管标准的正式改变，商业银行资管业务将面临转型压力，因此影响相对较大，能够对银行造成实质规模影响，然而由于自 2017 年银行监管年各项监管意见下，银行其实已开始进行业务转型，所以我们认为 2018 年新规落地对银行规模压力会逐渐减少，亦无需过份担忧。我们接下来，重点围绕着并判断 2018 年央行宏观及银行的资管业务针对去非标可能的减压措施：

（二）2018 年去非标可能的减压措施

1、宏观方面

（1）放松狭义信贷控制

不论是表外非标还是表内非标，一旦回表就会占用商业银行狭义信贷规模，但恰恰是中小银行狭义信贷规模非常奇缺。一家资产规模 3000 亿的城商行，往往分配的信贷额度是每个月 5-6 亿的增速。2018 年希望央行可以大幅度放松狭义信贷控制，从而非标回表顺利进行。

（2）央行择机降准

如果商业银行大规模表外非标回表，或者表外标准化资产的理财产品回表，部分表外代销部分回表的话，面临整个金融体系流动性收缩。

这个逻辑大致是如果银行通过发行表外理财产品募集资金，再通过委托贷款或信托贷款给授信客户提供融资，那么整个过程都是表外循环，表外理财资金端并不属于法定存款准备金范畴，从而不需要被冻结。但一旦银行后续需要通过表内信用循环，通过吸收存款发放表内贷款形式提供融资，则存款部分大约会被央行冻结 14%-16%。也就是不论标准化资产还是非标，只要表外资产回表，如果有 3 万亿规模，则整个银行业会额外会被央行冻结 4500 亿左右的法定存款准备金。

（3）二级市场上的理财资金：发行符合新规的新产品，承接老产品持有的优先级。

如果采取到期后产品清盘直接抛售，在市场上卖出股票，这会带来一些市场波动，因此不提倡使用（实践中，直接强平也存在较大阻力）。最理想的方式就是发行符合新规的新产品，承接老产品持有的优先级，以逐渐达至在 2020 年底前权益类产品的分级比例不超过 1：1。

而非标准化债权化债权可以透过以下方法新老划断：

其一，延长过渡期，使大部分非标自然到期终止。其二，建立非标市场的交易市场，让拥有更多长期资金资源的机构接手这部分存量非标。其三，发行期限较长的理财产品对接非标。其四，按照资产端来定新老划断，正对存量非标允许继续期限错配，滚动发行 6 个期限的理财产品对接，直至终止。

2、银行资管业务方面

主要有两个方面的工作，一是新增理财产品的净值化转型工作，另一方面是存量非标的处置工作。因此从 2018 年下半年开始，银行的资管业务将逐渐呈现以下特征：

（1）净值化产品占比与日俱增。5 月份之后发行的新理财产品将全部是净值化产品，而存量的理财产品将在下半年逐步到期退出。当然，部分投向非标资产的存量理财在下半年很可能还会存在。

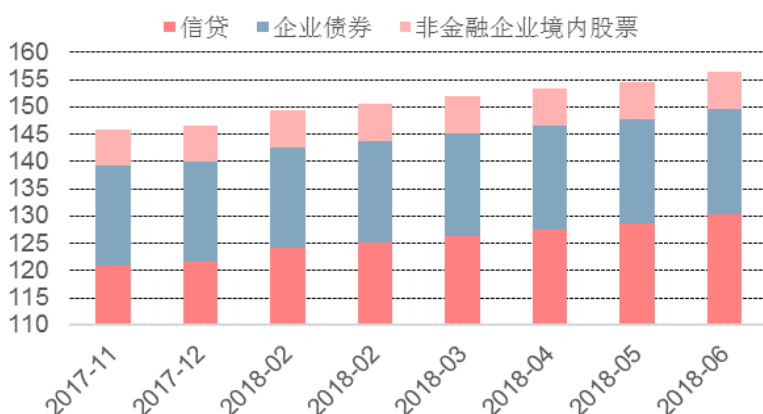
（2）非标处置工作逐步开展，并进一步向零售业务，表内信贷转型。非标处置具体可能主要有以下几种情况：

第一种是在理财产品自然到期而资产未到期的情况下，银行可以发行期限与资产剩余期限匹配的理财产品进行对接，以满足新规要求，从而达到压降的目的；

第二种是在产品到期而资产未到期，但同时没有期限匹配资金对接的情况下，银行可以继续发行与原到期产品相同的新产品，通过滚动接力的方式，直到资产到期结束。

第三种是非标资产的直接转让处置。通过滚动发行原产品续接的方式固然符合新规要求，但压降的速度比较慢，也需要合适期限的资金进行匹配。因此相对而言，直接在存量产品到期后，将未到期的资产进行转让处置可能会更直接。

图表20： 社融表内融资规模（万亿）



资料来源：中信建投证券研究发展部

（3）银行资管业务加速分层，“头部集中”效应将更加明显。新规明确提出在过渡期后银行理财要通过资管子公司独立运作，同时需要由具有托管资质的第三方进行独立托管，这对资金比较雄厚，拥有托管牌照的大型银行而言，转型压力相对较轻。但对规模较小，底子较薄弱的中小银行而言，转型压力就比较大了。在净值

化要求之后，系统、流程、产品研发等诸多方面的转型均会对中小银行带来比较大的成本压力。因此，中小银行未来很可能会采用抱团取暖，联合外部委托的方式，或者直接不做资管业务转为代销模式。

（三）最新的关于非标扩容政策

2018年7月20日，央行发布了《通知》在以下几个问题上予以明确：①公募可以投符合资管新规要求的非标；②老产品可投新资产；③现金管理类理财和半年以上定开以摊余成本法计量；④对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，MPA考核将调整参数予以支持。同时，为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。正式为为非标业务松绑，“扩容非标”。

（1）公募产品可以投一部分非标

《通知》明确了公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外，还可以适当投资非标，但应当符合“资管新规”关于非标投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定。据一名银行资管部高层表示，目前银行新的理财产品投资非标资产的，备案时必须明确为私募类型产品，公募产品即使期限匹配也不予通过备案。由于非标大幅受限，实体经济融资受影响严重，若能放开，将会增加社会融资渠道，带来流动性的改善。

（2）老产品可以投新资产

在“资管新规”的规定中，老产品可以继续投资老资产，但是对于老产品能否投资新资产没有明确。现在考虑到市场需要扩大融资渠道，《通知》明确允许老产品投资新资产，但这些新资产应当优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业的融资需求。过渡期两个月以来，符合监管规定的产品发行规模和增速不达预期，老产品投资新资产，同样将带来融资渠道的增加和流动性的改善。

（3）银行现金管理类产品和6个月以上定开产品实行摊余成本法估值

定期开放型理财产品为银行理财资金池类产品改造的主要出路，投资者自然会将其与资金池报价类产品比较，定期开放申赎意味着产品需定期公布净值，若使用市值法，会造成投资者的申购成本和持有收益随市场波动而波动，一旦出现净值大幅波动，投资人大量赎回，同时由于定开产品是信用债重要投资主体，会带来信用债市场的抛售压力，导致债市动荡。因此，对于现金管理类产品和定开产品实行摊余成本法有利于其避免因投资人大量赎回带来的压力，增强银行该类产品的竞争力。

（4）为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本；对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，MPA将调整参数予以支持。

“资管新规”要求，资产回表不能在2020年前一次性回表，必须逐年分批次进行，而回表的资产需按风险权重计提资本，对银行的资本补充产生巨大压力，而当资本补充的速度无法跟上资产回表的速度，必将给银行贷款投放也带来一定程度的压力。因此，如何补充资本是表外回表过程中银行面临的问题之一，而此次执行通知将对银行补充资本的措施予以明确，即支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。

另外，从目前看，资产回表进程并不令人满意。表内信贷难以承接表外融资的局面仍在继续，大部分表外融资需求难以向表内转移，是拖累社融的主因。而且，按原来新规的规定，各家银行均有在过渡期内无法自然到期的产品，尤其是一些长期限股权类产品和投向特殊行业比如“两高一剩”领域的产品，这部分产品期限很长并且难以通过回表或者其他渠道化解，而《通知》对这部分产品的回表问题也做出了安排，对于过渡期结束后

难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，人民银行在 MPA 考核时将合理调整有关参数予以支持。将减轻银行的回表压力和实体经济的融资压力。

（四）非标通道业务放松势在必行，继续看好板块

8 月 1 日，21 世纪报道：监管层电话通知要求信托公司加快项目投放。我们认为：信托作为银行理财非标投放的重要渠道将重返市场，信托业务“去通道”监管将松绑。

通道业务缘何需放松？我们认为非标扩容，而大部分非标业务势必都要走通道，从而通道业务监管放松是趋势。其一、信用收缩的背后是非标缩量，只有非标扩容，才能够杜绝信用再次收缩。其二、720，大资管监管政策准许非标扩容，政策在过渡期内边际放松，在大的监管政策放松后，严监管的配套政策也需放松，尤其是去通道政策；其三、非标要扩容，由于银行系资产管理子公司尚未成立，没有独立的法人实体，非标扩容必须走通道；

银行理财非标扩容的空间有多大？理论上 5 万亿。因为 17 年年末，理财余额大致 30 万亿，非标的监管红线为 35%，可投非标上限 10 万亿，而 17 年存量非标资产 4.6 万亿，占理财资产的比重为 16%，存在非标的缺口近 5 万亿，这也是非标可以扩容的上限。

非标重点地支持的领域？目前看，主要在基建和地方政府融资平台公司。后者将以增发城投债的方式，银行增持来支持。

通道业务重启的意义何在？非标通道业务打开，非标才能上量，信用收缩的局面才能彻底改观，消除信用市场风险向银行贷款端的传导，有助银行股估值修复，板块估值可以从 0.7 倍修复到 0.9 倍。

投资建议？继续看好银行板块，认为：底部确立，右侧机会，4 季度行情好于 3 季度，3 季度主要看政策转向，4 季度主要看基本面的改善。重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安、工行、上海。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。

研究助理

方才：毕业于南开大学，金融学博士。2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859