

行业研究/深度研究

2017年04月25日

行业评级:

银行 增持(维持)
非银行金融 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

郭其伟 0755-23952805
联系人 guoqiwei@htsc.com

卢钊 0755-82125173
联系人 luzhao@htsc.com

方思元 0755-82492038
联系人 fangsiyuan@htsc.com

刘侨捷 0755-82573832
联系人 liuqiaojie@htsc.com

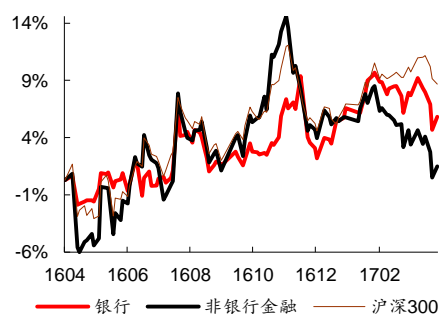
彭文 0755-82125173
联系人 pengwen@htsc.com

陶圣禹 021-28972217
联系人 taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《东兴证券(601198,买入): 股东协同强化, 资本实力扩充》2017.04
- 2《银行/非银行金融: 从严监管, 提升适应性和有效性》2017.04
- 3《非银行金融/银行: 强化监管大幕刚启, 深化转型推进》2017.04

行业走势图



资料来源: Wind

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2015	2016(E)	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
600036.SH	招商银行	18.91	增持	2.29	2.46	2.67	2.94	8.26	7.69	7.08	6.43
601169.SH	北京银行	9.52	买入	1.11	1.18	1.32	1.51	8.58	8.07	7.21	6.30
601818.SH	光大银行	3.88	买入	0.63	0.63	0.67	0.71	6.16	6.16	5.79	5.46
002142.SZ	宁波银行	17.25	买入	1.68	2.06	2.53	3.13	10.27	8.37	6.82	5.51

资料来源: 华泰证券研究所, 其中招商银行、光大银行已出年报

银行监管组合拳影响有多少?

银行业系列监管文件深度报告

监管从严, 服务实体是关键

从3月23日到4月10日, 银监会连续下发8项文件, 矛头直指金融风险防控。文件思想是对银行业内存在的风险进行摸底排查, 引导行业支持实体经济的发展, 并对下一步的监管工作进行部署。文件主要针对当前银行存在的三大风险: 交叉金融业务、理财业务和关联方问题。其实监管改变的只是业务的模式, 而影响行业发展最重要的因素仍然是实体经济的状况。监管层对灰色地带的全面规范, 将有利于行业今后的健康发展。

对信贷业务: 加快解决不良贷款, 减少资产腾挪

本次监管对贷款的关注重点分为存量和增量两个方向。对存量贷款要求禁止隐匿或转移不良贷款, 加快不良贷款的处置速度。对增量贷款要求禁止资金违规流入房地产市场、“两高一剩”及僵尸企业等。在票据方面, 重点在于继续整治票据违规业务, 摸底票据腾挪规模。监管层对于信贷业务的态度非常明确, 就是引导资金服务实体经济。

对银行交叉金融业务: 风险要看得见、管得了、控得住

综合排查治理交叉金融产品风险, 目的在于使跨行业跨市场资金流动始终能够“看得见、管得了、控得住”。对同业投资和理财投资实行穿透式监管, 控制投向与降低杠杆。对同业负债, 要降低同业融资依赖度, 严防流动性风险传染。对于市场较为关注的委外业务, 我们预计总规模为5-6万亿元。近期少数银行出于穿透式监管的压力进行赎回。但由于此次自查主要目的为摸底, 在流动性收紧环境中银行委外需求强烈, 所以预计委外存量规模不会受到太大影响, 变动比例为5%-10%左右。

对非银机构交叉金融业务: 通道业务承压, 业务回归本源

券商资管: 银行资金是推动券商资管规模扩张的重要来源, 提高委外业务内部管理和操作要求会压缩资金供给。这将推动券商优化业务结构, 加强ABS等创新业务的开拓。基金业: 银行委外约占基金来源的六成。在去通道的加速推进中, 向主动管理转型是专户产品的大势所趋。信托: 监管文件的影响在于将压缩信托通道规模, 但考虑到券商资管和基金的非标资产回流信托, 短期内可缓冲对信托的影响。7号文(补短板)中提及“信托公司条例”列为未来工作项目, 预计会持续促进信托业的积极转型。

强化监管大幕拉开, 控规模+调结构+夯实资产质量

此次监管政策连续出台, 意味着弥补制度短板、强化监管力度的大幕拉开。预计未来监管细则主要围绕股东治理、交叉金融、理财业务三方面进行制度建设。在MPA考核硬约束下, 监管补短板推进, 控规模+调结构+夯实资产质量将是今年银行业发展主基调。同时对于非银行业, 在监管引导下加强创新和主动管理能力, 才能在行业分化中脱颖而出。重点推荐: 招商银行、光大银行、宁波银行、北京银行。

风险提示: 经济下行超预期, 不良贷款风险超预期。

正文目录

监管从严，服务实体是关键	5
监管组合拳，文件八连发	5
多措并举解决银行业三大风险问题	7
资产扩张遇到经济调整	7
三大风险问题	8
影响行业发展最重要的因素是实体经济发展状况	8
对信贷业务的影响	10
贷款：加快解决不良贷款，引导资金对接实体经济	10
存量贷款：禁止隐匿或转移不良贷款，加快不良贷款的处置速度。	10
增量贷款：禁止资金违规流入房地产市场、“两高一剩”及僵尸企业等	11
票据：重点关注票据资产腾挪，未来电票是趋势	12
监管重点：继续整治票据违规业务，摸底票据腾挪规模	12
影响及展望：票据融资规模腾挪为重点，未来统一电票平台是趋势	13
对银行交叉金融业务的影响	14
表内同业投资：穿透底层，直指控投向与降杠杆	14
表内同业负债：降低同业融资依赖度，严防流动性风险传染	15
同业存单占比大幅提升叠加资产端期限错配与加杠杆，增加资金链脆弱性	15
上市银行对同业存单等同业融资依赖情况测算	16
同业融资依赖度降低将采取循序渐进逐步进行	17
理财：摸底理财底层资产，未来监管对症下药	17
常见问题：非标操作模式及底层资产是难点，资金池混用暗藏风险	18
监管重点：摸底底层资产，提出进行会计核算和风险计量	18
影响及展望：防风险穿透底层资产，强监管回归代客理财本质	19
委外业务：规模约在 5-6 万亿元量级	19
对非银机构交叉金融业务的影响	22
券商资管：倒逼创新转型，业务返璞归真	22
券商资管业务与银行合作紧密	22
银行委外资金收缩，压缩主动管理业务	23
去嵌套、监管穿透，通道类业务规模收缩	24
引导业务回归本源，推动多元化发展	25
基金业：通道业务将收缩，主动管理转型为大趋势	25
委外业务：资金占比过半，存在赎回压力	26
通道业务：基金子公司规模压缩，转型主动管理为大趋势	27
信托：泛资管加速协调监管，业务回流缓冲通道压力	29
银信现状：通道为主，主要投向地产+政信合作项目	29
监管影响：通道+地产信托+非标资金池	31
展望未来：监管持续推进，行业转型可期	32

展望：强化监管大幕拉开，控规模+调结构+夯实资产质量.....	33
风险提示.....	33

图表目录

图表 1： 8 份文件各司其职，有点有面	6
图表 2： 整改报告提交时间集中在今年下半年	6
图表 3： 我国于 2015 年在政策上正式完成利率市场化	7
图表 4： 银行近几年加大资产增速，薄利多销	7
图表 5： 理财产品保持高速增长	7
图表 6： GDP 增速放缓	8
图表 7： 银行不良贷款余额持续攀升	8
图表 8： 过半银行逾期 90 天以上贷款余额高于不良贷款余额	10
图表 9： 关注关注类贷款占比较高及增速较快银行	10
图表 10： 表外理财产品同比增速（2016 年末）	11
图表 11： 非信贷资产同比增速（2016 年末）	11
图表 12： 上市银行房地产类贷款占比（2016 年末）	11
图表 13： 票据业务规模快速发展	12
图表 14： 票据贴现量及票据余额增速出现背离	12
图表 15： 银行交叉金融业务模式	14
图表 16： 表内交叉金融测算-投向特殊目的载体（亿元）	15
图表 17： 表内非标投资结构，以资管计划为主	15
图表 18： 同业理财保持较快速增长	15
图表 19： 存量同业存单中， 一年内期限为主要发行品种（2017 年 3 月 21 日）	16
图表 20： 同业存单形成市场资金链条	16
图表 21： 测算将上市银行同业存单计入同业融入资金余额，部分银行或将超负债总额三分之一	17
图表 22： 银行理财规模稳步扩张	18
图表 23： 银行理财产品保持较快发行	18
图表 24： 银行角度测算，委外规模约为 5.4-6.6 万亿元（单位：万亿元）（2016 年末）	20
图表 25： 非银角度测算，委外规模约为 4.4-5.4 万亿元（2016 年末）	20
图表 26： 自查对于委外直接与间接影响并存	20
图表 27： 券商资管业务规模情况	22
图表 28： 券商资管通道类产品投向情况	23
图表 29： 银行委外资金投资规模及业绩影响测算（单位：万亿元）	24
图表 30： 证监会主管 ABS 规模	25
图表 31： 基金及子公司专户规模增长迅速	26
图表 32： 基金专户资金来源及业务种类	26
图表 33： 2015 年基金专户产品投向情况	27

图表 34: 基金子公司专户规模及类型.....	27
图表 35: 基金专户子公司风险资本计算简表.....	28
图表 36: 2014 年基金子公司专户投向.....	28
图表 37: 2015 年基金子公司专户投向.....	28
图表 38: 基金子公司专户投资行业分布.....	29
图表 39: 银行提供资金+信托提供客户.....	29
图表 40: 银行提供资金+客户.....	30
图表 41: 银信合作资金投向领域及规模测算（单位：万亿元）.....	30
图表 42: 2016 年底按投向划分信托资产余额规模与占比（单位：亿元）.....	30
图表 43: 房地产信托项目规模测算（单位：万亿元）.....	31

监管从严，服务实体是关键

监管组合拳，文件八连发

从 3 月 23 日到 4 月 10 日，银监会连续下发 8 项文件，矛头直指金融风险防控。8 项文件虽然各有侧重，但主体思想是对银行业内存在的风险进行摸底排查，引导行业支持实体经济的发展，并对下一步的监管工作进行部署。这 8 项文件分别是：

1. 3 月 23 日发布的《中国银监会办公厅关于开展商业银行“两会一层”风控责任落实情况专项检查的通知》（银监办发〔2017〕43 号）（以下简称“43 号文”）。文件重点是对商业银行“两会一层”风控责任落实情况进行专项检查。

2. 3 月 29 日发布的《中国银监会办公厅关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕45 号）（以下简称“45 号文”或“三违反”）。文件重点是加强银行业的**合规管理**，对“违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章”的行为进行专项治理。

3. 3 月 29 日发布的《中国银监会办公厅关于开展银行业“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）（以下简称“46 号文”或“三套利”）。文件重点是针对当前各银行业金融机构同业业务、投资业务、理财业务等**跨市场、跨行业交叉性金融业务**中存在的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等问题开展的专项治理。

4. 4 月 6 日发布的《中国银监会办公厅关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕53 号）（以下简称“53 号文”或“四不当”）。文件重点是按照“有利于提升服务实体经济的效率、有利于降低金融风险、有利于保护投资者合法权益”（即“三个有利于”）原则对银行业的**创新业务**进行风险排查。

5. 4 月 7 日发布的《中国银监会关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》（银监发〔2017〕5 号）（以下简称“5 号文”）。文件重点是对十个方面的问题进行排查整治，问题包括**股权和对外投资、机构及高管、规章制度、业务、产品、人员行为、行业廉洁风险、监管履职、内外勾结违法、涉及非法金融活动等**。和前面四份文件相比，5 号文的文号是“银监发”，级别更高，内容更加全面。关注的风险问题不止局限在业务层面，还涉及公司治理和违法乱纪行为。



6. 4 月 7 日发布的《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》（银监发〔2017〕6 号）（以下简称“6 号文”）。文件重点是针对十种类型的风险，加强银行业风险防控工作，督促银行业金融机构切实处置一批重点风险点。十种风险包括**信用风险、流动性风险、债券投资、同业业务、银行理财和代销、房地产领域风险、地方政府债务风险、互联网金融风险、其他风险**。

7. 4 月 7 日发布的《中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》（银监发〔2017〕4 号）（以下简称“4 号文”）。文件重点是提出五个方面的指导意见，进一步**提高银行业服务实体经济的能力和水平**。

8. 4 月 10 日发布的《中国银监会关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》（银监发〔2017〕7 号）（以下简称“7 号文”）。文件主要**对下一步的监管工作进行部署**，并列出未来需要推进落实的监管制度，包含 3 大类 26 个工作项目。

伴随 8 份文件同时公告的还有 25 件银监会级别的行政处罚决定。内容针对票据违规操作、掩盖不良、规避监管、乱收费用、滥用通道、违背国家宏观调控政策等市场乱象。本次处罚共惩处了 17 家银行业机构，罚款金额合计 4290 万元。而上一次公开披露的银监会级别的行政处罚决定，时间是早在 2014 年。通常违规行为从被发现到处罚下发，需要耗时较长时间。这次对 25 件处罚进行集中公开披露，其中加强监管力度的决心表露无遗。

图表1： 8 份文件各司其职，有点有面

	文件名称	文件内容	文件地位
自查类文件	5号文	整治金融乱象	总览性文件 
	43号文	监管两会一层公司治理结构	自查细项
	45号文	三违反：自查违法、违规、违章行为	自查细项
	46号文	自查监管套利、空转套利、关联套利行为	自查细项
	53号文	自查不当创新、不当交易、不当激励、不当收费行为	自查细项
指导性文件	4号文	服务实体，意在促使行业回归本源	监管主旨 
	6号文	风险防控：明确风险防控方向和解决办法	明确方向文件
	7号文	补短板，提前公告下一步监管措施	监管落地方向

资料来源：银监会文件，华泰证券研究所

对 8 份文件按照内容进行分类。43 号文（两会一层）、45 号文（三违反）、46 号文（三套利）、53 号文（四不当）、5 号文（乱象整治）都是对风险问题的排查整改。其中级别较高的 5 号文（乱象整治）是总览性文件，其他文件分别对应不同的业务细项。6 号文（风险防控）明确了风险防控的方向和解决的办法。4 号文（服务实体）是这次监管加强的主旨，意在促使行业回归本源、专注主业。7 号文（补短板）实质是向市场提前公告下一步的监管措施。8 份文件各司其职，有点有面。这次银行业监管的组合拳是近年来少见的一次全方位专项治理行动。

图表2： 整改报告提交时间集中在今年下半年

文件	文件方向	最晚报送时间
银监办发〔2017〕43号	中国银监会办公厅关于开展商业银行“两会一层”风控责任落实情况专项检查的通知	2017 年 5 月 31 日前
银监办发〔2017〕45号	中国银监会办公厅关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知	2017 年 11 月 30 日前
银监办发〔2017〕46号	中国银监会办公厅关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知	2017 年 11 月 30 日前
银监办发〔2017〕53号	中国银监会办公厅关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知	2017 年 9 月 15 日前
银监发〔2017〕5号	中国银监会关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知	2017 年 7 月 10 日前
银监发〔2017〕6号	中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见	半年报告是 2017 年 7 月 31 日前，全年报告是 2018 年 1 月 31 日前

资料来源：银监会文件，华泰证券研究所

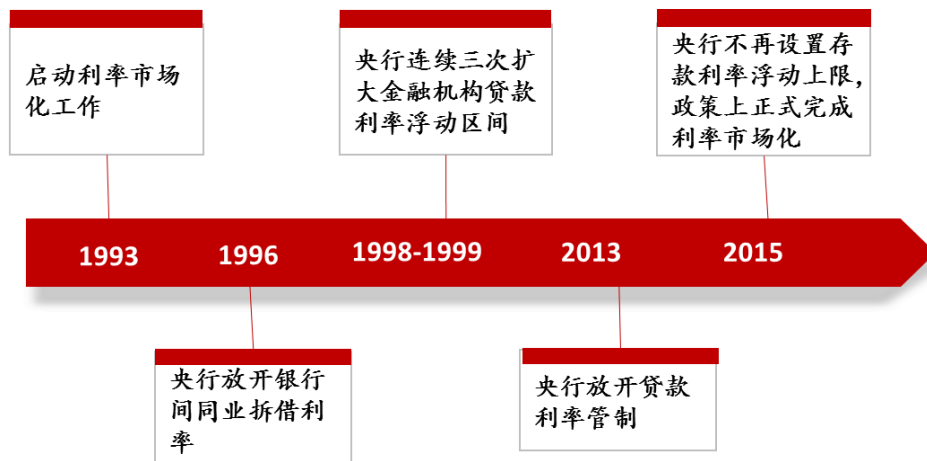
8 份文件目前还只是“通知”和“意见”，真正落实到具体监管措施的“管理办法”和“条例”都在 7 号文（补短板）的未来规划之中。预计等这一轮的检查整改结束，监管层摸清了行业的风险程度，下一轮更为严厉的监管组合拳会陆续到来。从时间进度上看，各类风险事项整改报告的提交时间点集中在今年下半年，最晚到 2018 年 1 月 31 日前。我们判断针对风险问题的新一批法规文件征求意见稿最早会在下半年进行公告，法规落地的时间点会从今年下半年持续到明年全年。因此加强合规管理和防治风险会成为未来两年银行业主要工作之一。

多措并举解决银行业三大风险问题

资产扩张遇到经济调整

对银行业风险防控的理解需要在宏观框架下考虑。银行业的风险问题与利率市场化过程中的资产扩张密切相关。央行在 2013 年 7 月放开贷款利率下限，2015 年 10 月又放开存款利率上限，这标志着从 1993 年启动的利率市场化工作宣告基本完成。利率市场化后银行直面非银金融机构的竞争，对银行的直接冲击是存贷利差的收窄。商业银行的净息差从 2013 年末的 2.68% 下降到 2016 年末的 2.22%。

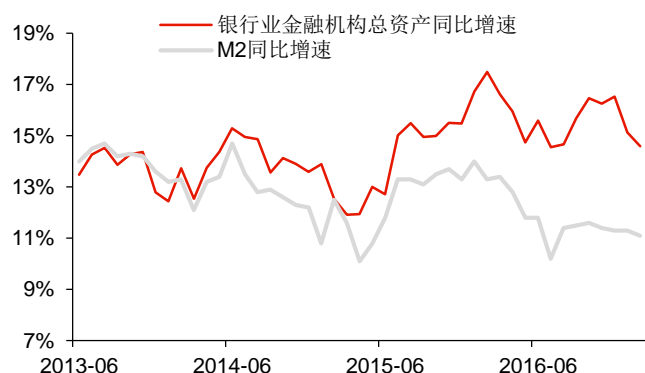
图表3：我国于 2015 年在政策上正式完成利率市场化



资料来源：央行文件，华泰证券研究所

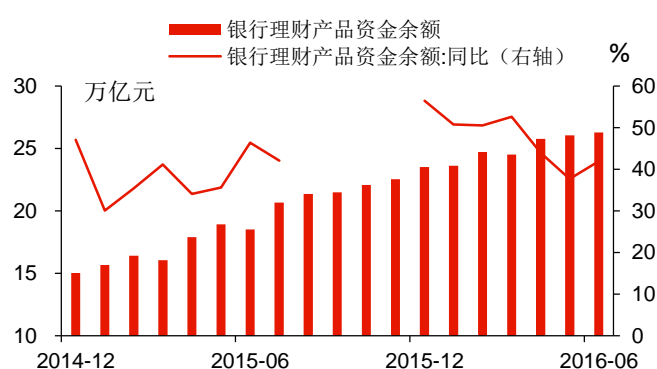
为保持盈利能力，2013 年以来银行业的发展主要沿着两个方向，一个是加大资产增速，实现“薄利多销”，另一个是增加中间业务收入，减少对净利息收入的依赖。从 2013 年起银行业的资产增速就持续高于 M2 增速。2013 年末银行业资产增速与 M2 增速之差只有 -0.82 个百分点，但是到 2016 年末就扩大到 5.22 个百分点。中间业务收入的增长主要来源于理财业务的手续费收入。理财产品定价是市场化机制，因此成为银行应对“存款搬家”问题的有力武器。从 2013 年以来理财产品业务实现爆发式发展，理财产品余额的同比增速一直维持在 30% 以上。

图表4：银行近几年加大资产增速，薄利多销



资料来源：Wind，华泰证券研究所

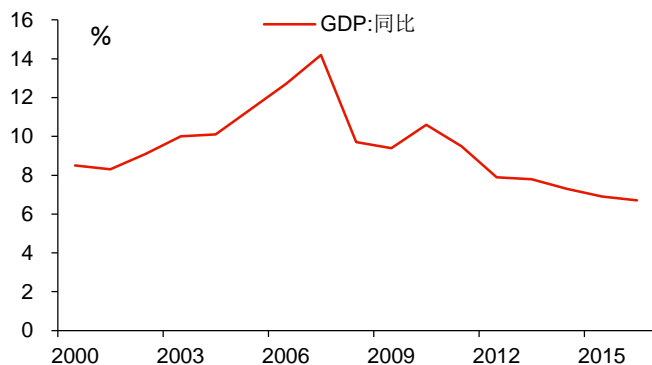
图表5：理财产品保持高速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

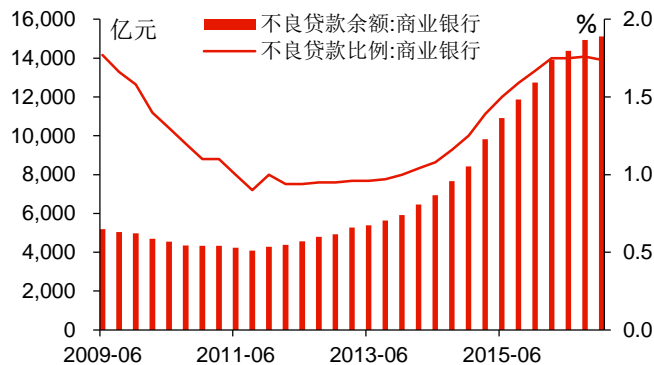
不论是银行表外还是表内资产的扩张，都需要实体经济提供足够的融资需求。但是我国正处于“三期叠加”的特殊阶段。GDP 增速在 2012 年开始结束近 20 年 10% 的高速增长，转而进入增速换挡期。银行业的不良贷款率也从 2012 年的 0.95% 增加到 2016 年末的 1.74%，不良贷款余额从 2012 年末的 4929 亿元增加到 2016 年末的 1.51 万亿元。银行的资产大扩张不可避免地会吸收部分风险资产。因此当前银行业风险防控的重点主要是两个任务，识别风险资产和化解处置风险资产。

图表6: GDP 增速放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 银行不良贷款余额持续攀升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

三大风险问题

从这次银监会的 8 份文件可以看出，当前银行业的风险问题主要有以下三个：

1. 交叉金融业务。部分交叉金融产品跨市场层层嵌套，往上无法识别投资人，往下无法识别基础资产，甚至导致资金在同业市场空转，没有对接实体经济。根据银监会文件，未来监管方向是促进资金进入实体经济，实现风险透明可控，以及足额计提拨备和夯实资本。从措施上看，我们认为趋势是减少同业嵌套、降低杠杆和实行穿透式监管。

2. 理财业务。截至 2017 年 3 月末，理财产品余额 29.1 万亿元，约占商业银行表内总资产的 16%。理财产品的问题在于过度嵌套和资金池问题。因为理财产品是表外业务，在信息披露和风险监管上仍有改进空间。根据银监会的意见，未来要引导理财产品更多投向标准化金融资产，严控期限错配、杠杆投资和嵌套投资，明确单独管理、单独建账、单独核算的要求。

3. 关联方问题，这包括股份代持和利益输送等。这方面较少被市场关注，但是在这次监管文件中被多次提及。关联方问题实际上与金融企业的集团化综合化大趋势相吻合。越来越多的资本正在关注银行牌照的价值。银行业盈利稳定，杠杆率高，对集团业务能起到较好的协同作用。监管方向是杜绝利用公众存款实现少数资本的特殊目的投资。第一批混合所有制改革试点行业是电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域，银行业并不在列。现在加快解决关联人问题，将为以后银行业吸引社会资本提供健康的环境。

影响行业发展最重要的因素是实体经济发展状况

银行业的风险问题已经引起监管层的重视。2016 年末的中央经济工作会议提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置”。2017 年 2 月的中央财经领导小组第十五次会议继续对防控金融风险做出指示。今年金融业控风险的基调已经正式确立。银监会通过这次组合拳摸底风险，实质为后续的强化监管提供方向。

监管加强对银行业的影响无需过分担忧。根据微观调研，从去年开始多数银行已经根据最新的监管意见对业务进行调整，对今年的监管加强做好准备。而从宏观角度看，今年稳中求进工作总基调下，预计在监管措施上仍会以新老划断的方式引导行业回归本源。其实监管改变的主要是业务的模式，而影响行业发展最重要的因素仍然是实体经济的发展状况。

全国的不良贷款率已经企稳。2017 年 3 月末不良贷款率 1.74%，季度环比持平，同比下降 1bp。不良贷款的同比增速已经从 2015 年 6 月的最高 57% 下降到 2017 年 3 月的 13%。经济企稳将支撑银行业对优质资产的投放。而稳健的货币政策带来的流动性收紧，也为银行改善净息差创造了机会。今年第一季度的银行业净利润增速 4.6%，已经较去年全年提高 1.1 个百分点。我们预测全年增速能提高到 5% 到 6% 的水平。监管对灰色地带的全面规范，也有利于行业今后的健康发展。

这次 8 份文件涉及的业务领域众多，包括信贷、交叉业务、公司治理、风控等。我们对 8 份文件进行了细致的梳理，重点分析了对银行业和非银行业的影响。

对信贷业务的影响

贷款：加快解决不良贷款，引导资金对接实体经济

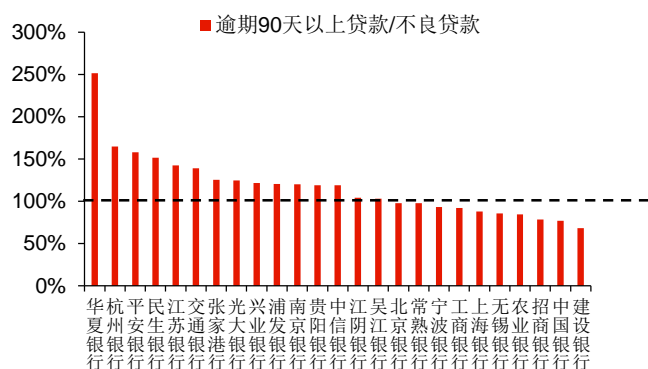
截至 2017 年 3 月末金融机构的本外币贷款共 116.6 万亿元。虽然从 2013 年以来，随着利率市场化的推进，贷款占比从 2013 年末的 81% 下降到 2016 年末的 70%；但是贷款依然是银行业的核心业务。而且从业务实质看，银行从事的“非信贷”业务也往往带有“类信贷”的色彩。因此这次监管中信贷业务是重点领域之一。本次监管对信贷业务的考察重点可以分为存量贷款和增量贷款两个方向：

存量贷款：禁止隐匿或转移不良贷款，加快不良贷款的处置速度。

根据监管文件，隐藏不良贷款的手段包括人为调整分类、相互代持、非洁净出表、以贷收贷、平移贷款等。主要做法是把不良贷款转移到非信贷资产科目和表外资产中，以规避对贷款的监管。未来监管措施是加大现场检查力度和强化不良贷款的信息披露工作。

被转移的不良贷款缺乏数据，但是可以从不良贷款的认定上对影响进行分析。如果加强不良贷款的认定，那么受影响比较大的将是逾期贷款和关注类贷款占比较高的机构。根据 6 号文（防控风险），“要重点关注逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例超过 100%、关注类贷款占比较高或增长较快、类信贷及表外资产增长过快的银行业金融机构”。截至 2016 年末，商业银行不良贷款 1.5 万亿元，不良贷款率 1.74%。若加上 3.4 万亿元的关注类贷款，不良贷款率会提高到 5.61%。不过这种算法是高估的，因为关注类贷款风险较小，不会全部转为不良贷款。四大行的关注类贷款迁徙率只有 20% 左右，所以不考虑不良处置，不良率最多只提高到 2.51%。而且和不良率一样，“不良+关注”贷款率在去年末也是出现环比下降，降幅为 25bp。随着资产质量的企稳，关注类贷款率会继续呈现下降的趋势。

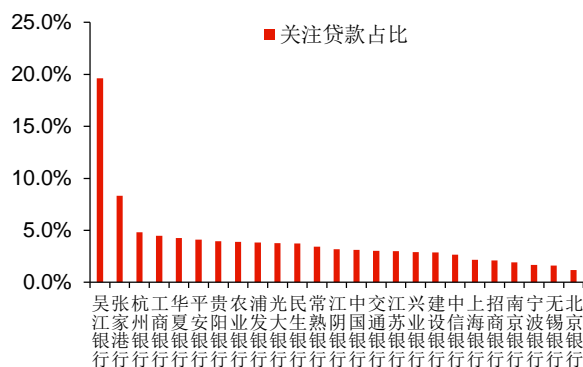
图表8: 过半银行逾期 90 天以上贷款余额高于不良贷款余额



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：若 2016 年末数据未披露，则采用最近一期财报数据

图表9： 注意关注类贷款占比较高及增速较快银行

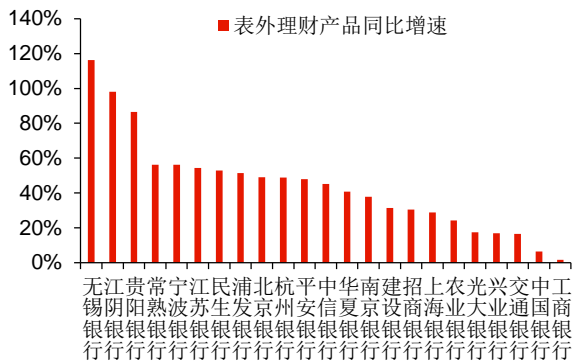


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：若 2016 年末数据未披露，则采用最近一期财报数据

逾期贷款方面参考已经披露的上市银行年报,逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例为 94%。所以即使把逾期 90 天以上贷款全纳入不良贷款范围,对全行业不良贷款余额的影响不会太大。不过内部存在分化,只有工农中建四大行和招商银行的该比例在 100% 以下。如果剔除这五家银行,那么该比例为 134%。因此逾期贷款的加强认定对中小银行会有较大的影响。

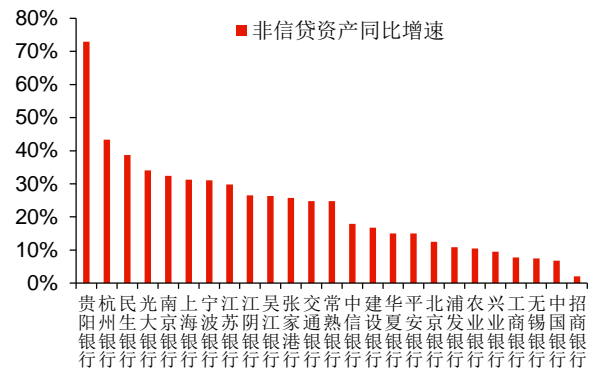
图表10： 表外理财产品同比增速（2016 年末）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：若 2016 年末数据未披露，则采用最近一期财报数据

图表11： 非信贷资产同比增速（2016 年末）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

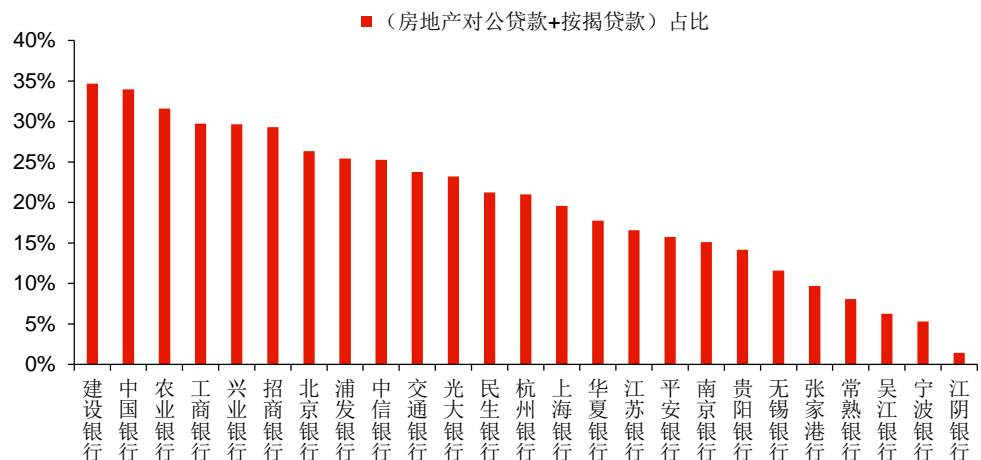
注：若 2016 年末数据未披露，则采用最近一期财报数据

增量贷款：禁止资金违规流入房地产市场、“两高一剩”及僵尸企业等

根据监管文件，资金违规投放行为包括违规绕道为房企、“两高一剩”及僵尸企业提供融资，违规发放首付贷等。监管主要目的是加强房地产风险管控，坚定执行差异化信贷政策，稳妥有序实现市场出清。未来监管措施是对房企融资建立全口径房地产风险监测机制，定期开展房地产压力测试；另外重点治理放松授信条件、放松风险管理、贷款“三查”不到位等问题。

“两高一剩”贷款不到 1.8 万亿元，僵尸企业贷款在 3 万亿元以内。两者的授信额度都在逐年收缩。但是房地产企业融资规模大、期限长，一直是银行资产投放的重点领域。根据已经披露的上市银行 2016 年数据，表内房地产对公贷款占比约为 6%，对私按揭贷款占比约为 24%。表外理财投资房地产领域占比约 13%。由此可得银行业对房地产行业的风险敞口为 39 万亿元，其中表内 35 万亿元，表外 4 万亿元。如果加强对房地产授信的监管，预计影响资金范围在 1000-2000 亿元左右。从 2016 年 10 月房地产融资收紧以来，银行多数开始对房地产融资进行调整。对公房企授信主要做大型房企一线项目，占比不再增加。对私按揭贷款受限购政策的影响，今年增速预计保持较低速度增长。2016 年居民中长期贷款增速为 31%，今年预计下降至 20% 以内。

图表12： 上市银行房地产类贷款占比（2016 年末）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

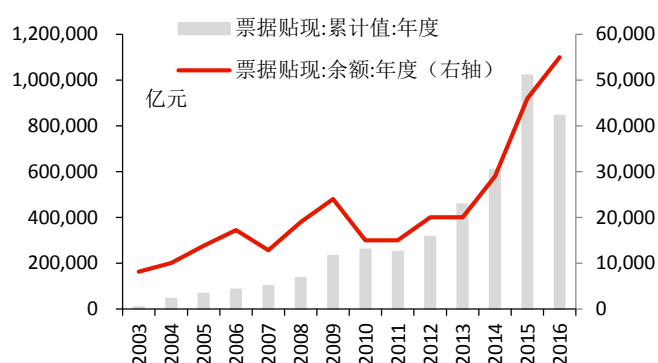
注：若 2016 年末数据未披露，则采用最近一期财报数据

监管层对于信贷的态度明确，就是引导资金服务实体经济。4 号文（服务实体）提出了几个鼓励投资的领域。包括三四线房地产、农村金融、重点国家战略、产业转型升级、消费金融和绿色金融等。引导银行的资金流向关键在于提高目标领域的收益率。而从去年下半年以来，随着央行锁短放长，执行稳健中性的货币政策，资金面收紧，银行贷款端的资产荒局面有所缓解。随着不良贷款问题得到解决，银行贷款业务的综合收益就能够保证。这样将吸引银行资金来源不断地投资到实体经济领域。对于全行业，预计今年贷款占比会略有提升，从 70% 提升至 72% 左右。

票据：重点关注票据资产腾挪，未来电票是趋势

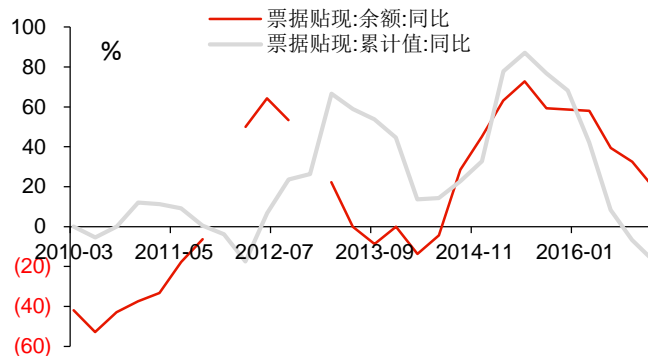
票据业务快速发展隐含风险。2010 年起央行各类信贷管控趋严、银行套利动机渐强，票据业务出现快速发展。票据贴现量在 2015 年达到峰值 102 万亿元，截至 2016 年末票据贴现余额达到 5.5 万亿元，票据贴现量达到 84.5 万亿元。然而从 2013 年起票据贴现量与票据贴现余额出现较大背离，票据贴现增速明显高于票据余额增速，即实际贴现的票据增速高于银行体现在表内信贷项下业务的票据余额增速。究其原因在于票据在发展过程中票据空转所带来的开票量快速增加，以及中介机构引领的地下票据交易，使得票据市场缺乏监管、风险积聚。

图表 13： 票据业务规模快速发展



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 14： 票据贴现量及票据余额增速出现背离



资料来源：Wind，华泰证券研究所

监管重点：继续整治票据违规业务，摸底票据腾挪规模

票据融资业务的乱象在今年之前已引起监管部门注意，银监会从 2011 年 6 月开始叫停部分省份农信社通过同业违规票据回购的会计处理业务，2012 年及 2013 年分别出台相关通知叫停违规票据业务，对票据市场进行整肃。

此次票据方面自查主要包括 4 个方向，分别为票据空转情况、中介倒票、票据融资规模腾挪（其中分为票据融资转同业、票据融资转通道）以及其他票据实务操作违规情况。各项细则旨在对银行票据业务进行详细的摸底及风险排查。

- (1) **票据空转：**主要自查是否存在虚构贸易背景，以及通过签发票据虚增存贷款规模等票据空转情形。
- (2) **中介机构倒票：**主要自查是否与中介机构合作，违规委托中介机构进行票据交易。
- (3) **票据融资腾挪规模：**主要自查是否通过同业及第三方资管通道转移票据规模，腾挪信贷空间，减少风险资本占用。
- (4) **票据实务操作：**主要自查票据账务和实务的匹配情况，以及交易资金是否与票据交易相对应等操作违规情况。

影响及展望：票据融资规模腾挪为重点，未来统一电票平台是趋势

票据监管趋严，违规情况改善。监管从 2011 年就开始叫停部分农信社的违规操作，之后连续出台票据监管通知，票据融资业务逐步规范进程持续。从 2016 年数据来看，票据融资增长放缓，央行数据显示 2016 年金融机构累计贴现 84.5 万亿元，同比下降 17.2%；期末贴现余额 5.5 万亿元，同比增长 19.6%，票据违规情况现好转趋势。加之 2016 年末全国统一的票据交易平台-上海票据交易所-正式开始运营，对于票据的统一、规范化管理逐渐稳步推进。

监管压力重点来自于票据融资转通道业务。预计在本次自查中，票据空转类业务、票据中介、票据融资转同业类业务自查压力不大，压力重点主要来自于票据融资转通道类业务，主要由于同业腾挪受阻后，规模腾挪转向资管计划势头明显。票据转资管计划主要运用券商资管中定向资管通道，2015 年券商资管规模 11.89 万亿元，其中定向资管 10.16 万亿元，定向资管中通道类业务约为 8.85 万亿元，其中票据占比 17.1%，余额为 1.5 万亿元，为定向资管通道类业务中占比最多的资产类别，预计 2016 年末依然保持较大存量。

存量清理可能性不大，未在监管重点在于穿透通道进行计提。由于存量规模较大，预计本次自查主要目的在于摸清票据腾挪规模，进行存量清理可能性小，实行新老划断。票据腾挪规模的主要影响在于绕开监管指标，减少资本计提，造成监管数据及银行风险指标失真。对于新增业务，未来的监管重点或在于对各类通道业务底层资产的拨备计提或风险资本计提，使得监管指标能够真实反映风险。

票据仍是中小企业融资重要工具，规范发展逐步推进。2016 年企业签发的银行承兑汇票余额集中在制造业、批发和零售业；从企业结构看，由中小型企业签发的银行承兑汇票约占三分之二，仍将是中小企业融资的重要工具。2016 年 12 月 6 日央行印发《票据交易管理办法》，要求逐步形成以法人为参与主体的集约化市场组织形式，完善票据交易环节市场制度，规范市场经营行为。在监管趋严背景下，未来票据市场将会走上更加规范、统一的发展道路。

票据电子化交易将会进一步推广和普及。2016 年 12 月 8 日全国统一的票据交易平台-上海票据交易所-正式开始运营，标志着全国统一的票据交易平台上线运行，一改多年来票据市场纸质流转、信息不透明的局面。未来电子票据系统将会进一步完善和普及，增加电子票据的使用程度和积极性，将实现所有纸质票据和电子票据的信息集中及管理，提高金融机构的操作便利性，降低操作风险。

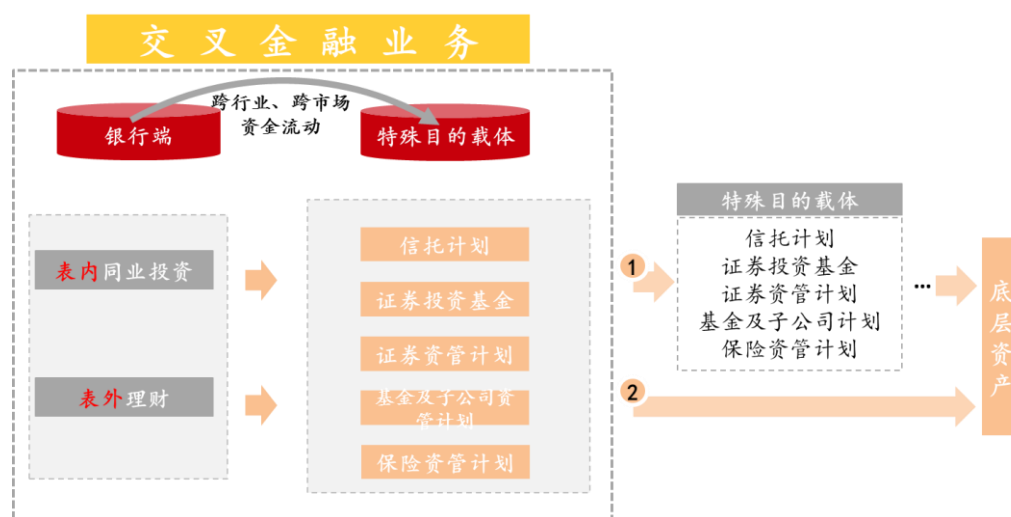
对银行交叉金融业务的影响

“交叉金融产品”的监管定义为商业银行通过信托、证券、基金、资管、保险公司，将理财、代销等方式筹集的资金或银行账户资金通过特定目的载体，投资于同业金融资产外的品种。同时回溯 127 号文，同业投资指金融机构购买（或委托其他金融机构购买）同业金融资产（包括但不限于金融债、次级债等在银行间市场或证券交易所市场交易的同业金融资产）或特定目的载体（包括但不限于商业银行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等）的投资行为。

从以上两份文件的关键定义，我们可总结出银行交叉金融业务的特征：

1. 在银行业务发端上，既可体现为表内的同业投资端，也可体现为表外理财投资端；
2. 在资金投向上，必定通过特定目的载体（包括但不限于信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等）；
3. 跨行业、跨市场资金流动；
4. 直接或者通过多层嵌套的方式投向底层资产。

图表15： 银行交叉金融业务模式



资料来源：华泰证券研究所

综合排查治理交叉金融产品风险，目的在于使跨行业跨市场资金流动始终能够“看得见、管得了、控得住”。下面从表内同业投资、表内同业负债及表外理财两方面来分解交叉金融业务的具体风险：

表内同业投资：穿透底层，直指控投向与降杠杆

同业投资的主要风险点在于多层嵌套问题导致的底层基础资产难以穿透，从而引发的三类问题：

1. 投向不合规。包括地方政府融资平台、房地产或“两高一剩”等银行严控行业。主要借道信托或基金子公司作为特殊目的载体。
2. 委外投资杠杆过高。主要借道基金专户、证券资管计划作为特殊目的载体。
3. 资本和拨备计提不足额。未按照“穿透性”原则和“实质重于形式”原则，准确进行会计核算、风险计量并足额计提资本。

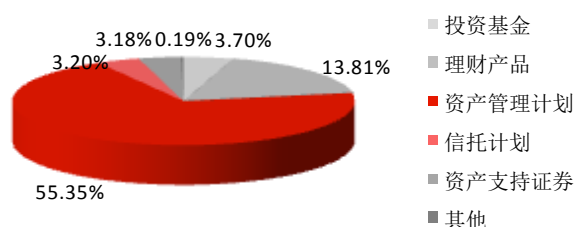
以已披露 2016 年年报的上市银行作为分析样本，测算银行业表内资产端涉及特殊目的载体的情况，总体规模约为 9 万亿元，占银行业资产规模约 5%。扣除近年增长较快的同业理财 4 万亿元左右，银行业表内交叉金融涉及特殊目的载体投资金额约为 5 万亿元左右。此轮监管之下，该 5 万亿元资产将成为表内主要的穿透对象。

图表16：表内交叉金融测算-投向特殊目的载体（亿元）

样本银行表内非标资产	61287	A
样本银行总资产	1189417	B
银行业总资产	1816884	C
银行业表内非标资产	93618	D: (A/B)*C
投资基金	3464	E: D*3.7%
投资资管计划	51818	F: D*55%
投资信托计划	2996	G: D*3.2%

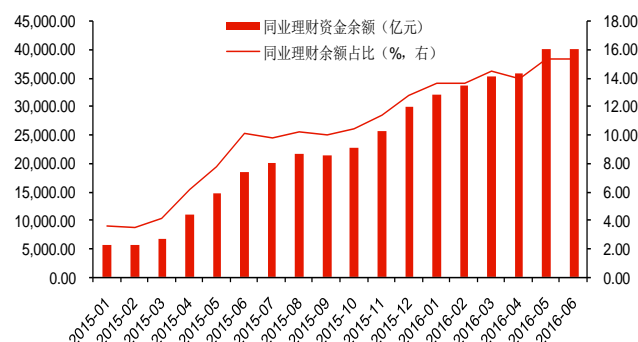
资料来源：中国证券投资基金业年报（2015），华泰证券研究所

图表17：表内非标投资结构，以资管计划为主



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18：同业理财保持较快速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

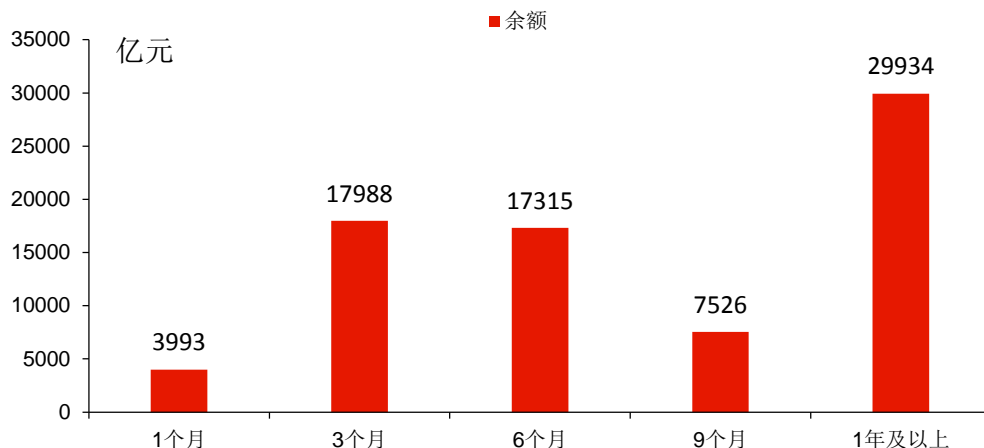
表内同业负债：降低同业融资依赖度，严防流动性风险传染

同业存单占比大幅提升叠加资产端期限错配与加杠杆，增加资金链脆弱性

若再将视野放宽至同业负债端，则风险点还有：由于负债端过于依赖同业融资，同时资产端期限错配严重造成的流动性风险隐患。近年来，在经济增长放缓的大背景下，银行资产规模扩张整体面临较大压力。实体经济承压所带来的企业资产质量恶化，使得银行主动走出以风险利差为主要收入来源的盈利模式，加之 2014 年以来的低利率、宽流动性环境，银行增强期限杠杆的动力逐步加强，期限利差成为银行近年提高息差的重要方式。

低利率下，同业存单为银行提供低成本负债，助长期限错配来获取期限利差。在追逐期限利差的做法下，银行拉长资产端期限，获取较高资产端收益率，降低负债端期限，压降负债端成本。2014 年以来的低利率环境，使得发行同业存单面临的融资成本较低；加上同业存单流动性强，期限短，并且不计入同业负债监管口径，规模扩张受限程度低，成为了银行使用的主要主动性负债工具。同业存单迎来规模快速扩张，助长银行提高期限利差，加剧银行资产负债的期限错配。

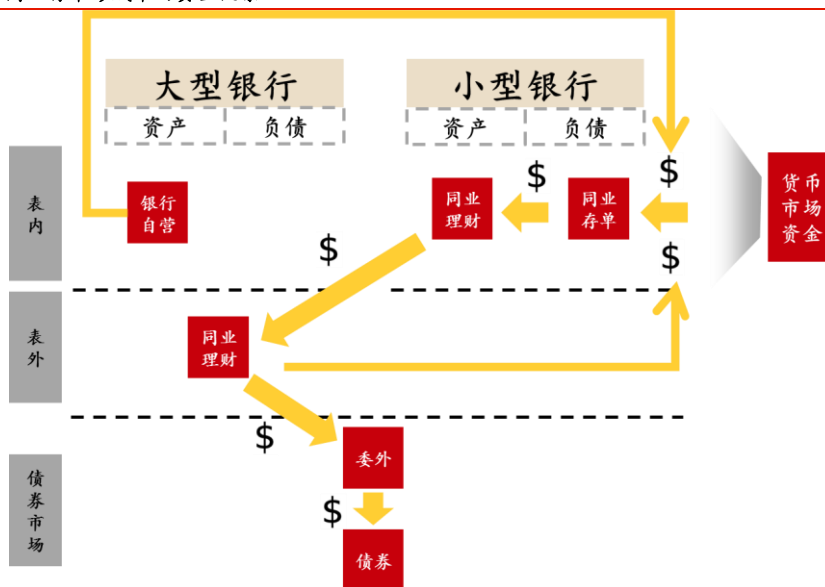
图表19： 存量同业存单中， 一年内期限为主要发行品种（2017 年 3 月 21 日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

银行通过大量发行同业存单，资产端期限错配到同业理财、委外、非标、债券等扩大资产规模，形成脆弱同业资金链。由于同业存单在发行规模上受监管限制少，大量发行同业存单，购买同业理财成为了中小银行资产规模弯道超车同时赚取期限利差的重要工具。然而该种规模扩大方式形成了脆弱的资金链，以同业类负债占比较高的银行为中心：（1）资金来源上，其同业存单由别家银行自营资金、同业理财购买；（2）资金去向上，投向其他银行同业理财或通过委托外部管理等方式叠加杠杆投入债券市场，实现了对于债市的资金传导。而负债端同业类负债占比高的银行稳定性较弱（主要为非上市中小型银行），加之负债端与资产端的期限错配，一旦负债端出现流动性问题，则可能会通过赎回同业理财-赎回债基等方式将流动性风险传染至债券市场，同时也反向传染给投资其同业存单的其他银行。

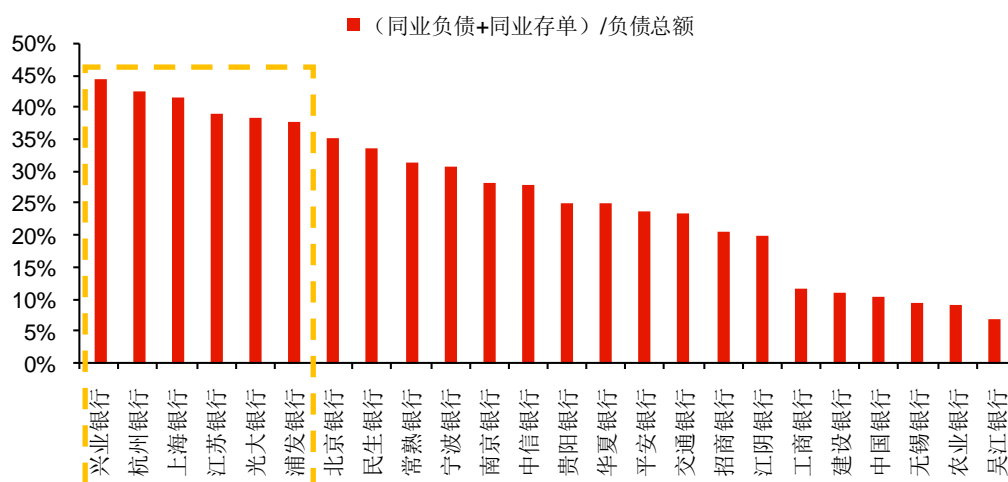
图表20： 同业存单形成市场资金链条



资料来源：华泰证券研究所

上市银行对同业存单等同业融资依赖情况测算

监管文件着重强调采取有效措施降低对同业存单等同业融资的依赖度，直接考虑纳入同业存单后的同业融资在负债中占比进行分析，如下图兴业、杭州、上海、江苏、光大、浦发银行可能面临同业融资规模的压力。

图表21： 测算将上市银行同业存单计入同业融入资金余额，部分银行或将超负债总额三分之一

资料来源：华泰证券研究所

注：兴业、上海、华夏、北京、宁波、吴江银行为 2016 三季度数据

同业融资依赖度降低将采取循序渐进逐步进行

一方面，上市银行已基本涵盖了银行业具有系统性重要性影响的大多数银行，从上文测算数据看，大多数上市银行（同业负债+同业存单）在负债余额中的占比位于监管要求红线之下，只有个别银行超出较高，需放缓同存发行速度。因此，上市银行中同业存单发行风险整体可控。

另一方面，同业存单带来的流动性风险主要来自非上市银行中的中小银行大量发行同业存单，负债端过度依赖同业类负债而导致负债的不稳定性提高，同时在资产端匹配了大量同业尤其是上市银行理财产品，最终投向债券等标的物，期限错配与资产端的杠杆使得这些中小银行资金链较为脆弱，一旦个别小银行的赎回引发流动性风险容易传导至有系统性重要影响的银行。因此，我们认为降低中小银行负债端同业类负债的占比是整个同业链条风险管控的关键。监管将更多采取预期引导、点对点指导等方式，使得依赖度较高银行逐步降低对同业融资依存度，正式的同业存单纳入同业负债政策出台会在行业整体同业融资占比趋于监管要求之内再颁布，以减少一刀切政策对市场流动性的冲击。

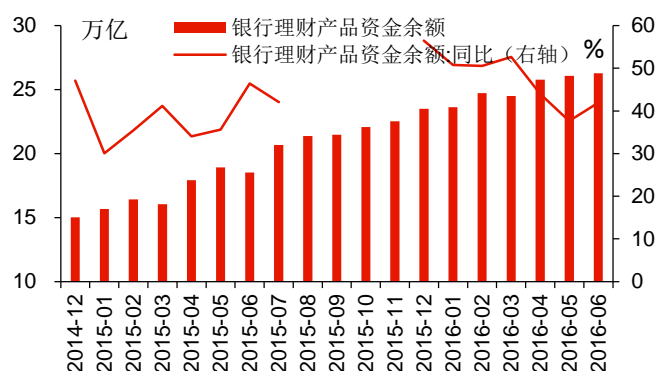
总体来看，应对表内交叉金融监管，银行在负债端将降低同业融资占比，资产端减少嵌套，坚持穿透原则。具体影响：

1. 同业存单发行过快的银行，会面临缩量压力；
2. 资产端穿透的操作难度较大，未来投资的特殊目的载体嵌套层数受限。严控行业资金面进一步收紧；委外杠杆尚需进一步明确。

理财：摸底理财底层资产，未来监管对症下药

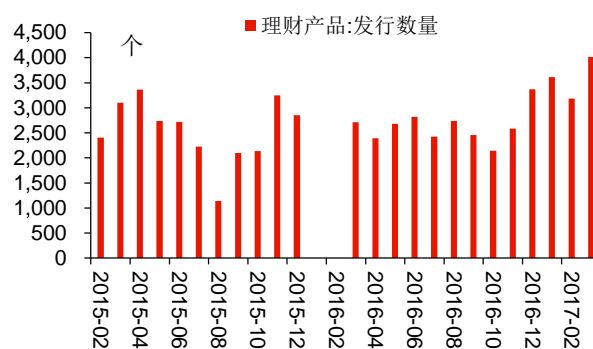
理财产品近年来呈现快速发展势头，截至 2016 年半年度全国理财资金账面余额 26.28 万亿元，较 2016 年初增加 2.78 万亿元，增幅 11.83%。截至 2016 年末预计我国理财资金大数约为 30 万亿元，同比增速达到 27.7%，整体规模依旧保持较快速度增长。

图表22： 银行理财规模稳步扩张



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 银行理财产品保持较快发行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

常见问题：非标操作模式及底层资产是难点，资金池混用暗藏风险

常见的银行理财业务风险点主要存在四个方面：

- (1) **投放模式**：部分银行理财通过接受第三方兜底，投向一些高危领域，制造潜在风险；银行理财通过对接本行信贷资产收益权，绕开对底层资产的尽职调查，减少风险资本占用；银行理财通过对接本行不良资产，调节监管指标，实现不良出表。
- (2) **投放底层资产**：除对接本行的信贷、不良资产外，部分银行理财通过通道方式投入政策监管领域，包括地方政府融资平台、房地产等行业，甚至违规进入二级市场参与举牌，影响政府监管。
- (3) **资金池**：部分银行理财和自营资金池混用，存在理财资金转存款，资金池期限错配等情况。
- (4) **监管合规**：部分银行存在理财业务组织管理体系不完善的情况，风险隔离、单独核算机制缺失。

监管重点：摸底底层资产，提出进行会计核算和风险计量

此次银监会发文通过“三违反”“三套利”“四不当”及“市场乱象”等四个方面对于银行理财进行深入摸底与自查，细则面面俱到，主要围绕四个维度：

- (1) **理财管理及监管合规**：要求理财业务组织管理体系完善，检查是否对理财进行单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理等，**是否对理财业务根据“穿透性”原则和“实质重于形式”原则进行会计核算和风险计量**。过去表外理财长期作为表外资产无需计提减值准备及占用风险资产，本次自查文件提出对于表外理财进行会计核算及风险计量，体现一个重要监管方向。
- (2) **理财运作模式**：主要涉及银行对于理财产品提供或接受违规担保及“兜底”情况，银行理财通过走信托或资管通道进行本行信贷腾挪、不良资产出表情况，以及规避尽职调查对于底层资产进行授信融资等情况。理财违规运作模式的监管由来已久，此前监管通过总量控制及监管要求进行管理，此次自查通过对于理财违规运作模式的摸底，旨在对于各类理财投资结构进行详细梳理及问题筛查。
- (3) **理财资金投向**：理财资金通道嵌套的投向是此次监管重点关注的内容，主要关心底层资产是否流向地方政府融资平台、房地产、过剩产能行业及“僵尸企业”等，通过自查能够尽量摸清底层资产，了解风险规模及领域，便于日后监管。
- (4) **理财资金池**：旨在监管是否对理财资金进行混用，包括自营与理财混用、理财与存款混用、理财与理财混用等情况，以及排查理财产品期限错配情况。从理财新规征求意见稿中，监管对于理财产品单独核算，独立托管，单独建账等监管方向已经较为明朗，此次自查便于监管进一步摸清理财混用情况，实行有效监管。

影响及展望：防风险穿透底层资产，强监管回归代客理财本质

银行理财通过嵌套的底层资产是此次自查的主要方向，也是未来监管的重要趋势。过去理财产品通过信托、基金子公司、资管计划层层嵌套，底层资产无法穿透，造成理财产品的监管黑洞。理财资金绕道流入国家监管领域阻碍风险防控，理财资金通过嵌套违规进入二级市场参与举牌等风险行为也扩大银行理财的风险敞口。

存量理财摸清风险，新老划断。由于目前理财产品存量余额近 30 万亿，其中通过嵌套进入违规领域的量级较大，存量清理将会带来较大规模连锁反应，或影响实体经济发展。此次自查目的主要摸清存量理财底层资产及相应风险，便于监管层制定相关政策予以规范，对症下药。

新增理财控制嵌套，资本会计计提是主要方向。监管趋严的实际影响在于未来新增理财产品的投向将受到更严格限制，通过嵌套将资金投向重点监控领域或是对本行的表内信贷进行腾挪的模式将被重点监控。根据理财新规征求意见稿及央行资管新规，未来银行理财嵌套层级将会大幅减少，底层资产更加清晰明了。此外未来或对理财资金投向的底层资产落实会计核算和风险计提，具体操作模式或会参考信托产品风险计提方式，旨在对理财产品的底层资产投放实现有效规范。

理财实行单独核算，独立托管，防期限错配。理财业务目前资产和负债端实行双重表外化，不受监管指标控制，资金池运作模式普遍。资金池中期限错配、滚动发售暗藏流动性风险，加大监管难度。未来单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理将是重要方向，此外理财新规征求意见稿中也提出要求高度强化托管，要求商业银行不能托管本行理财产品，且要求托管账户中资产相互独立，强化资金流向审查力度，控制表外理财资产池混用情况，降低期限杠杆，回归理财本源。

理财业务回归代客理财本质，净值型转型是主要方向。银行理财池业务本应属于代客理财，客户本应承担投资风险而获得扣除必要费用外的全部投资收益。但在现实中，理财业务的代客性质被弱化，银行考虑到声誉风险，承担了代偿职能，在某种程度上银行理财业务已具有了银行自营的属性。未来在监管方向上，表外理财或逐步向净值型方向转变，回归代客理财本质，银行作为理财管理人收取管理费、手续费等中间收入，风险在银行体系内积聚程度将会逐步化解。

委外业务：规模约在 5-6 万亿元量级

从银行角度按投资自主性划分可以分为自主投资和委托对外投资，其中自主投资是指由银行自主决策开展的自营业务投资行为，委外投资是指银行将资金委托第三方机构开展的投资行为，受托方在合同约定范围内做出投资交易决策。

从银行角度测算，委外规模约为 5.4-6.6 万亿元。将商业银行委外分为表内委外及表外委外，表内委外分基金、券商、债券协议委外，表外委外主要为表外理财。测算方式：表内委外部分，以 16 家上市银行投资基金及资管的比例，乘以 2017 年 2 月末商业银行总资产及主动管理比例得到非标部分委外规模；以 16 家上市银行债券占资产比例，乘以预计委外比例，得到债券委外规模。表外委外部分，以表外理财规模乘以表外理财委外比例估测。得到结果显示商业银行委外规模约为 5.4-6.6 万亿元。

图表24： 银行角度测算，委外规模约为 5.4-6.6 万亿元（单位：万亿元）（2016 年末）

		商业银行总资产	外部投资比例	预计主动投资比例	委外规模
表内	投资基金	180	0.3%	70%-80%	0.38-0.43
	投资资管	180	4.8%	15%-20%	1.3-1.7
	总债券投资			预计委外比例	委外规模
	债券协议委外	27		5%-8%	1.4-2.2
表外	理财产品余额		表外部分比例	预计委外比例	委外规模
	理财委外规模	30	77%	10%	2.3
合计					5.4-6.6

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从非银角度测算，委外规模约为 4.4-5.4 万亿元。从主动投资角度考虑，银行委外以基金公司及券商资管作为主要投向。基金公司方面，2016 年末基金专户规模 6.38 万亿元，其中来自银行的资金比例约为 55-63%，主动管理比例约 70-75%，则委外规模约为 2.2-3 万亿元。券商资管方面，2016 年末行业集合资管产品规模 2.19 万亿元，定向资管产品规模 14.68 万亿元，其中主动定向规模约 2.3 万亿元，按 2015 年比重测算，预计集合产品中来自银行委外资金规模占比 20%，主动定向产品中银行委外资金占比 80%，则委外规模约为 2.2-2.5 万亿元。两者合计，委外规模 4.4-5.5 万亿元。

图表25： 非银角度测算，委外规模约为 4.4-5.4 万亿元（2016 年末）

银行资金投向	产品类别	产品规模	银行资金来源占比	委外规模
基金专户		6.38	55%-63%	2.2-3
券商资管	集合资管产品	2.19	20%-25%	0.4-0.5
	主动定向产品	2.3	80%-90%	1.8-2.0
合计				4.4-5.5

资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

综合两个角度，委外规模约在 5-6 万亿元量级，自查对于委外直接与间接影响并存。综合银行及非银两个角度，委外存量规模 5-6 万亿元为合理区间。近期银行自查引发市场担忧银行对于非银机构委外的大量赎回，而实际自查文件中直接监管委外条例较少，主要为间接影响，共有三个层面。第一，银行自查文件要求检查是否存在非银机构利用委外资金进一步加杠杆、加久期、加风险等现象，对于违规委外项目，银行存在赎回动机。第二，监管要求对于银行理财资金穿透底层资产进行会计核算及资本计提，对于底层资产投资较多债券、股票银行，存在提前赎回动机。第三，部分投资风格稳健银行或担忧监管风险及债市波动，提前赎回委外产品，我们认为此类考虑是市场担心近期赎回的主要原因。

图表26： 自查对于委外直接与间接影响并存



资料来源：华泰证券研究所

受自查影响预计影响比例约 5%-10%，收缩比例有限。由于此次自查主要目的为摸底，并且大概率对于理财、同业等交叉金融业务实行新老划断，预计委外存量规模不会受到太大影响。且今年同业领域监管趋严，银行通过同业存单扩大表内规模方式受限，表内业务规模扩张存在压力，银行资产或以委外形式在表外展开，蕴含较大委外需求。此外利率上行趋势明显，银行对于资产端收益率提出更高要求，或通过委外形式进一步提高资产端收益率。综上预计今年委外影响比例约为 5%-10%，收缩比例有限。

对非银机构交叉金融业务的影响

所谓交叉金融，主要即指向银行与非银间跨市场跨行业的资管业务。银行交叉金融补监管短板所带来的影响，各非银子行业相关资管产品也将受到影响。以下主要对券商、基金、信托三大非银板块对接银行的资管业务，分主动和被动业务进行分析。

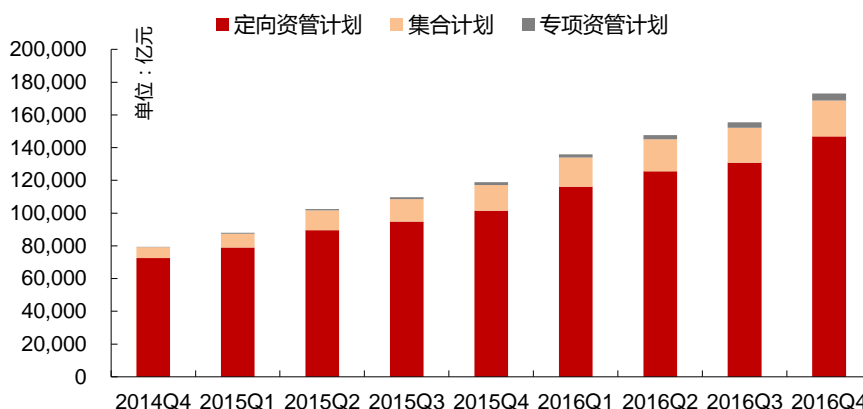
券商资管：倒逼创新转型，业务返璞归真

券商资管业务与银行合作紧密

银行资金是推动券商资管规模扩张的重要来源。2014 年以来，国内券商资管业规模急速增长，其中银行资金的涌入是推动业务规模迅速提升的重要原因。券商资管业务从产品类别上看主要分为集合理财计划、定向资管计划和专项资管计划，从管理方式上看分为主动管理业务和通道类业务。券商资管与银行合作的方式分为两种，第一种为通过集合理财产品或定制化定向资管产品承接银行委外资金，为主动管理类业务。第二种为通过通道类产品承接银行“出表”资金，为被动管理类，或通道类业务。

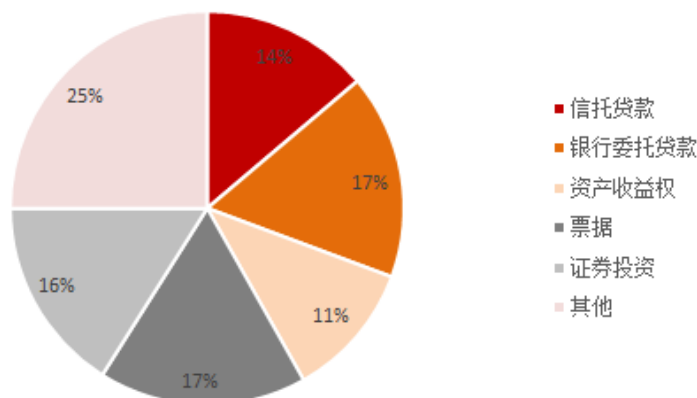
2016 年末券商资管业务管理资金 17.3 万亿元，其中集合产品规模 2.19 万亿元，其中来自机构投资者委托规模约占比 50%，预计来自银行委托资金占总体规模的 20%左右。定向产品规模 14.68 万亿元，其中来自银行和信托公司委托的资金规模占比约 90%。

图表27： 券商资管业务规模情况



资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

资金投向以债券及非标为主，新规下面临收缩压力。券商资管承接的银行委外资金投向以债券为主，占整体委外规模接近 90%；通道类产品投向以票据、银行委托贷款、证券投资及信托贷款为主，2015 年占整体通道类产品规模分别为 17%、17%、16%及 14%。监管层对于商业银行高杠杆与资金空转的强监管，将导致金融机构委外投资格局面临深度调整，券商资管业务规模面临一定的收缩压力。

图表28： 券商资管通道类产品投向情况

资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

注：数据截至 2015 年 12 月 31 日

银行委外资金收缩，压缩主动管理业务**券商资管对接银行委外业务有收缩压力**

提高委外业务内部管理和操作要求，压缩委外业务供给。监管新政针对委外投资的监管新政，鲜明地确立了收缩委外投资、缩降商业银行投资杠杆的立场。新规要求银行审慎开展委外投资业务，明确委外投资限额、单一受托人受托资产比例等要求，严格限制交易杠杆比率，不得违规放大投资杠杆。对于委外投资额度、单一受托人集中度的要求，都提高了委外业务的内部管理和操作要求。同时同业负债的严格限制，理财业务纳入 MPA 考核，将会导致新增委外需求有所下降。

加大通过资管产品对接委外资金的难度，从需求端压缩委外规模。新规对于委外投资额度、单一受托人集中度的限制，也对受托人提高了更高的要求。同时新规要求自查非银机构是否利用委外资金进一步加杠杆、加久期、加风险等现象，限制券商资管对委外资金的使用灵活性，加大完成委外投资目标的难度，从需求端压缩委外规模。

判断新规以新老划断为主，业务续签存在一定压力

具体细则待定，新规或以新老划断方式执行。银行内部积压的历史问题完全理顺并解决具有一定难度；且由于牵涉到券商资管、信托、基金等非银机构，在操作上具备一定复杂性，判断未来新规或将以新老划断的形式执行。

监管大方向不变，未来业务续签存在一定压力。虽然具体监管细则有待商榷，但一系列监管文件的出台改变了银行的风险偏好，未来在进行委外业务及创新业务时都会更加谨慎。目前券商资管对接银行委外投资一般以一年期为主，虽然许多附加条款约定到期可以续签，但在当前的监管新政环境下，部分产品存在一定的续签难度。

压缩券商主动管理业务规模，预计收缩 5%-10%

银行委外资金占券商资管主动管理规模 45%-55%。2016 年末行业集合资管产品规模 2.19 万亿元，定向资管产品规模 14.68 万亿元，按照 2015 年主动定向规模占比预测，2016 年主动定向管理业务规模约 2.3 万亿元。参考 2015 年机构投资者委托规模占集合及定向产品规模的比重，预计集合产品中来自银行委外资金规模占比 20%，主动定向产品中银行委外资金占比 80%。则 2016 年末券商资管承接银行委外资金规模约 2.2-2.5 万亿元，占整体主动管理业务规模比重 50%左右。

预计受新规影响银行委外资金收缩约 5%-10%。受新规影响，预计银行委外资金投资的集合产品规模收缩 5%，投资的定向产品规模收缩 10%。

图表29： 银行委外资金投资规模及业绩影响测算（单位：万亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年预测
集合产品规模	0.66	1.56	2.19
机构投资者委托规模占比	36.1%	51.8%	-
银行委外资金规模占比（预测）	-	20%	20%
银行委外资金规模	-	0.31	0.44
业务收缩规模占比（预测）	-	5%	5%
主动定向产品规模	0.77	1.58	2.3
银行+信托委托规模	93%	90%	-
银行委外资金规模占比（预测）	-	80%	80%
银行委外资金规模	-	1.26	1.84
业务收缩规模占比（预测）	-	10%	10%

资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

去嵌套、监管穿透，通道类业务规模收缩

监管新规延续之前“去通道、去嵌套”的监管思路。今年年初资管行业统一监管指导意见提出多条政策，去通道、去嵌套，旨在限制套利。此次监管新规延续此前监管思路，新规提及新开展的同业投资业务不得进行多层嵌套，要求银行自查不良资产非洁净出表或虚假出表，及其他将金融资产违规出表或转换资产形态的套利形式，进一步强调去嵌套，实现风险清晰可见。

非标通道业务规模将有所回落，进一步强调主动管理转型。券商定向资管业务很大一部分来自银行的“出表”需求，银行通过委托定向投资把原买入返售项下的业务转入同业存放项下，使其不计入资产负债表。许多银行资金“出表”都是资管计划、信托计划等通道开展的，2014 年以来券商资管通道业务规模实现飞速增长，2016 年约 12 万亿元。此次监管将对于银行通道业务需求形成较强约束，短期内相关非标通道业务规模将会有所回落。而另一方面，由于 2016 年以来监管层针对券商资管通道业务已经出台多项整治规范措施，许多证券公司自 2016 年已经积极着手推动业务朝主动管理转型，此次新规旨在进一步强化，带来的边际影响有限。

多处提及票据通道业务，业务规模或有较大收缩压力。票据贴现业务需占用银行信贷额度，通过介入票据资管计划，银行实现票据资产出表，起到“消规模”的作用。此次监管新规多处提及票据业务，46 号文（三套利）要求自查票据转资管计划、是否穿透计提等情况。2015 年券商资管通道业务投资票据部分规模 1.51 万亿元，同比+78%，占 2015 年总管理规模比重达 12.6%。受新规影响票据通道业务或有较大收缩压力。预计 2016 年通道业务规模在 12-13 万亿元，目前通道类业务费率 0.03%-0.05%，按整体规模收缩 10%测算，预计对行业整体收入影响在 4-6 亿元左右，占 2016 年行业资产管理业务净收入比重约 1.5%。

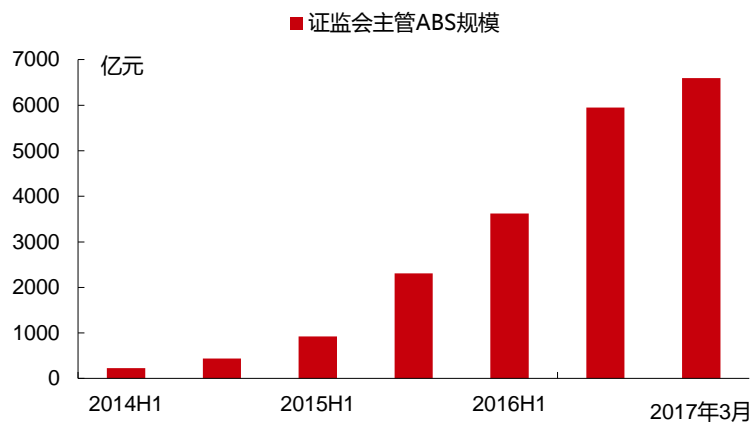
引导业务回归本源，推动多元化发展

政策压缩通道类业务空间，推动业务向主动管理转型。过去受监管环境友好、市场需求激增等因素推动，券商资管业务规模实现快速提升，在为券商贡献利润的同时也衍生出资管嵌套、监管套利等一系列问题。近年来关于资管业务去通道、去嵌套的监管政策陆续出台，2016 年 8 月资管业务“八条底线”修订，要求资产管理计划不得违反杠杆设计与风险收益相匹配的原则，同时业务杠杆倍数明显收紧，压缩通道类业务空间。2016 年 7 月《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》规定银行理财投非标资产只能对接信托通道，券商、基金子公司的资管计划将不能继续扮演通道类角色。

券商资管业务回归本源，由量变向质变过渡。在当前市场监管环境下，定位于银行出表通道的资管计划会被慢慢挤压。此次银行监管新规实施后将进一步压缩券商通道类业务，倒逼向主动管理转型，有利于推动券商积极完善业务结构，产品创设能力较强、流动性较高的券商有望获得竞争优势。推动券商资管业务回归本源，实现由量变向质变的过度。

推动券商加强 ABS 等创新业务的开拓，优化业务结构。随着券商资管“去通道”化趋势的持续，除进一步加强主动管理能力外，资产证券化等新兴业务将逐步成为券商资管逐鹿的新舞台。供给侧改革驱动下，资产证券化业务凭借其盘活信贷存量资产、提高资金使用效率等优势，将迎来历史机遇期。截至 2016 年末证监会主管的 ABS 业务规模 5944 亿元，较 2015 年末增长 157%，未来仍有较大提升空间，将成为券商资管业务重要发力点。券商作为资本市场的重要载体，能充分利用投行业务及资管业务带来的强大的客户资源优势、专业优势，形成业务协同，未来在 ABS 业务方面大有可为。

图表30： 证监会主管 ABS 规模

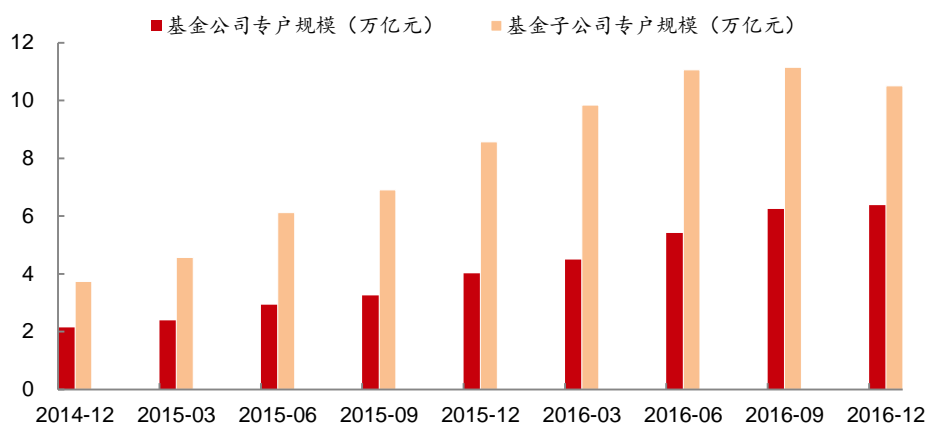


资料来源：Wind，华泰证券研究所

基金业：通道业务将收缩，主动管理转型为大趋势

鉴于专业化的投资团队和更广的投资范围，越来越多的银行资金交由券商资管、基金专户和基金子公司专户来打理，基金及子公司专户规模自 2014 年以来大幅增长，其中基金专户规模从 2.15 万亿元增至 6.38 万亿元，基金子公司专户从 3.74 万亿元增至 10.5 万亿元。基金专户管理的委托资金大多投向债券和股票，基金子公司由于可投范围更大、更灵活，大多数投向非标资产。在大资管行业去通道节奏加速推进中，通道规模将会收缩，向主动管理转型是专户产品的大势所趋。

图表31： 基金及子公司专户规模增长迅速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

委外业务：资金占比过半，存在赎回压力

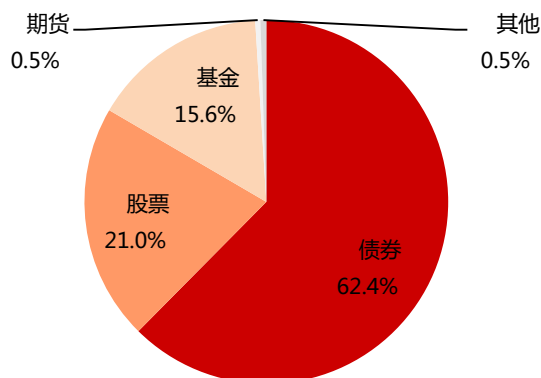
银行委外占比约六成。凭借制度优势和牌照价值，基金专户拥有庞大的销售渠道和丰富的客户资源，最接近“代客理财”的资管本质。基金专户的主动管理业务是银行委外业务的主要载体，目前基金专户中来自银行的资金占 55%~63%。从专户投资风格看，近年来主动管理占比稳步提升，为 70%~75%。因此测算银行委外规模约为 2.2 万亿元~3 万亿元。

图表32： 基金专户资金来源及业务种类

类别	2014		2015		2016 预测	
	规模 (万亿元)	占比	规模 (万亿元)	占比	规模 (万亿元)	占比
资金来源						
银行	0.70	57.0%	1.72	61.0%	3.5~4.0	55%~63%
信托	0.12	10.2%	0.22	8.0%		
个人	0.12	10.2%	0.24	8.7%		
合计	1.22	-	2.99	-	6.38	
业务种类						
主动管理	0.91	74.6%	2.28	76.3%	4.5~4.8	70%~75%
通道业务	0.31	25.4%	0.71	23.7%	1.6~1.9	25%~30%
合计	1.23	-	2.99	-	6.38	-
银行委外资金测算：6.38*[55%~63%]*[70%~75%]=2.2~3 万亿元						

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

穿透底层资产，资本计提引发流动性承压。文件要求银行自查时需穿透底层资产，需依据“实质重于形式”原则准确进行会计核算、风险计量并足额计提资本，从而造成资金面紧张。银行将对部分流动性高的资产提前赎回，以缓解自身流动性压力。基金专户产品大多投资于债券、股票，此时将有一定的赎回压力。

图表33： 2015 年基金专户产品投向情况

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

自查嵌套加杠杆，提前赎回以满足监管要求。部分银行委外资金通过嵌套加杠杆，从而获得较高的收益率。文件要求银行自查是否存在利用委外资金进一步加杠杆、加久期、加风险等现象，不得违规放大投资杠杆。银行为满足监管要求，或将赎回部分委外资金，从而对基金规模产生一定的赎回压力。

市场情绪引发震荡风险。此次银行会密集发布八份文件，对银行的业务情况和风险管理进行明确规定，一定程度上影响市场情绪，进而可能引起市场震荡。部分投资者出于对股票和债券风险的考虑，在短期内赎回资金，造成银行资金面收紧，传导到包括基金在内的委外机构，也会形成一定的赎回压力。

通道业务：基金子公司规模压缩，转型主动管理为大趋势

通道业务规模庞大。近几年基金及其子公司专户规模增长较快，银行委托规模的增长是助推器之一。基金子公司专户中的主动管理业务发挥的作用是主动寻找资产投向，实际还是起到通道的职能，此处将基金子公司专户产品统一纳入通道业务，2016 年规模为 10.5 万亿元。同时，基金公司专户的通道业务预计 2016 年规模为 1.6 万亿元~1.9 万亿元，因此整体的通道业务体量为 12.1 万亿元~12.4 万亿元。

图表34： 基金子公司专户规模及类型

类别	2014		2015		2016 预测	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
基金公司专户						
总业务规模	1.23	-	2.99	-	6.38	-
主动管理	0.91	74.6%	2.28	76.3%	4.5~4.8	70%~75%
通道业务	0.31	25.4%	0.71	23.7%	1.6~1.9	25%~30%
银基合作通道业务	0.14	11.4%	0.46	15.4%	0.8~1.1	13%~17%
基金子公司专户	3.74		8.57		10.50	

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

净资本管理办法助力去通道。基金子公司净资本管理办法于 2016 年 12 月正式落地，规定基金子公司的净资本/风险资本 $\geq 100\%$ 。管理办法对专户一对一和一对多产品中的投资类、融资类业务分别明确了风险系数，因此对于基金子公司的净资本设定了更高的监管要求。据调研测算，目前多数基金子公司尚未满足净资本约束条件，未来压缩通道业务，转型主动管理是大势所趋。基金子公司通道规模的压缩，也将传导到银行的委外资金，委外业务规模会有一定冲击。

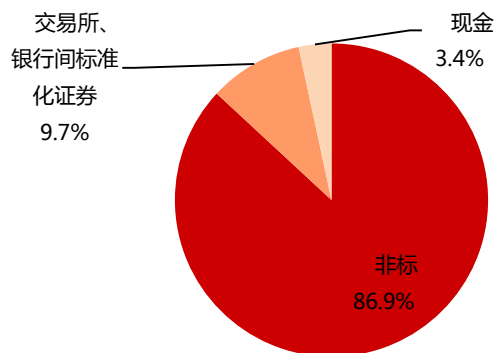
图表35：基金专户子公司风险资本计算简表

项目		风险系数
一对一特定客户资产管理业务风险资本	投资类专户业务	标准化金融工具 0.0%
		投资类资管产品 0.2%
		未上市股权 0.4%
		其他投资 0.8%
	融资类专户业务	非标准化债券资产 0.8%
		融资类资管产品 1.0%
	其他	1.5%
一对多特定客户资产管理业务风险资本	投资类专户业务	标准化金融工具 0.0%
		投资类资管产品 0.4%
		未上市股权 0.6%
		其他投资 1.0%
	融资类专户业务（贷款、非标债权类资产）	抵押、质押类 1.5%
		保证类 2.0%
		信用类 3.0%
	融资类专户业务（融资类资管产品）	2.0%
	其他	3.0%
资产证券化业务风险资本	挂牌资产支持专项计划	0.4%
	未挂牌资产支持专项计划	0.6%
附加项目风险资本	开展跨境投融资的资管计划	0.5%
	结构化资管计划	1.0%
	委托第三方机构提供投资建议的证券投资资管计划	0.5%

资料来源：证监会，华泰证券研究所

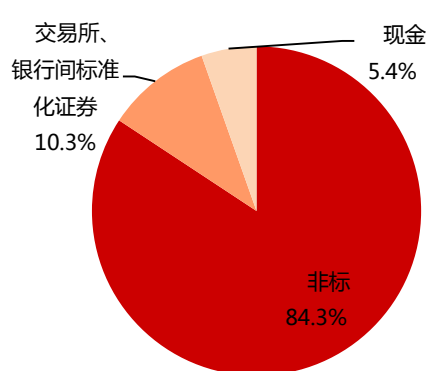
银行理财新规引导非标投资回流信托通道。通过基金业协会公布数据分析，基金子公司逾 80% 资产投向了非标业务，标准化证券只占到 10% 左右。若 2016 年 10.5 万亿元资产中有 85% 投向于非标，则规模总量大体为 8.9 万亿元。2016 年 7 月下发的银行理财新规征求意见稿要求非标投资只能通过信托通道，未来基金子公司规模将承压。

图表36：2014 年基金子公司专户投向



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

图表37：2015 年基金子公司专户投向



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

底层资产为监管重要考察方向。过去理财产品通过基金子公司层层嵌套，底层资产无法穿透，流入高风险领域，造成理财产品的监管黑洞。此次银行理财层面的自查中，通过通道嵌套的底层资产是监管主要考察的方向。房地产、地方融资平台和一般工商企业 2015 年规模分别为 1.24 万亿元、0.53 万亿元和 1.44 万亿元，占比虽有所下降，但整体规模依然庞大，此次自查将重点对底层资产穿透核查，降低风险。

图表38：基金子公司专户投资行业分布

类别	2014		2015		增长率
	规模(万亿元)	占比	规模(万亿元)	占比	
金融机构	1.01	27.1%	3.81	44.4%	275.8%
一般工商企业	0.72	19.1%	1.44	16.8%	100.8%
房地产	0.85	22.9%	1.24	14.5%	45.2%
地方融资平台	0.33	8.9%	0.53	6.2%	58.8%
基础产业	0.24	6.4%	0.49	5.7%	104.2%
其他	0.58	15.6%	1.07	12.5%	83.6%
合计	3.74	-	8.57	-	129.3%

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

信托：泛资管加速协调监管，业务回流缓冲通道压力

银信现状：通道为主，主要投向地产+政信合作项目

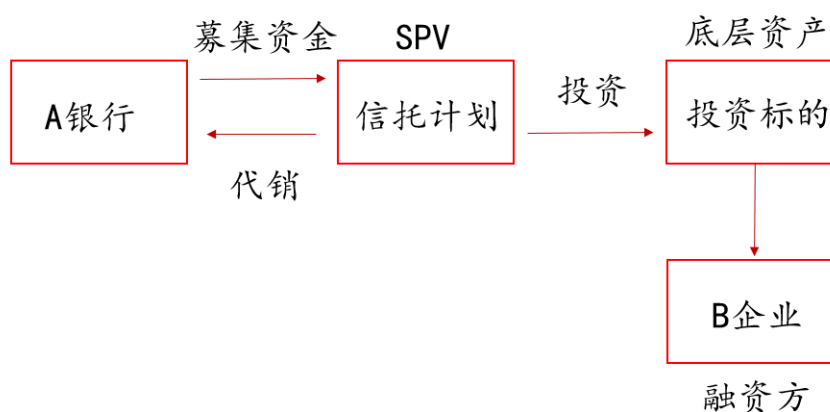
资金端：银行资金支撑规模发展

2016 年底信托正式跨入“20 万亿”时代，四季度规模季度环比增速高达 11%，其中单一资金信托规模达到 10.12 万亿元，银行通道业务回流是信托规模增长的重要原因。2016 年底，监管口径“银信合作”规模约 4.7 万亿元。信托公司为了突破“银信合作”的额度限制，往往会架设通道绕开监管对接银行资金，其本质等同于银信合作的通道业务。信托通道规模约等于单一资金信托规模，且银行资金规模约占信托通道规模 60-70%，则银行资金走信托通道的规模约 6-7 万亿元。

产品端：运作模式以通道为主

银信合作运作模式以通道为主，且多为类信贷业务，银信合作的动机是银行因存贷比规模等原因而无法直接发放贷款，寻求信托渠道解决项目的贷款需求。合作模式分为“银行提供资金+信托提供客户”和“银行提供资金+客户”，后者多投向银行现有客户，其业务本质与传统信贷业务类似。

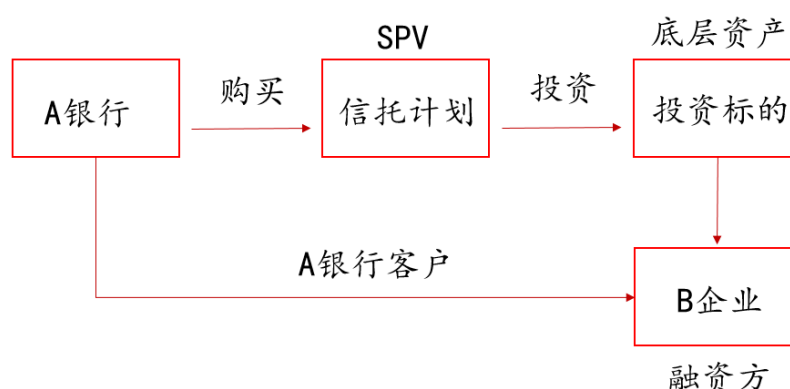
第一种方式（银行提供资金+信托提供客户）：A 银行委托信托公司就该项目发起集合或单一资金信托计划，然后 A 银行代销信托产品，筹集资金后购买此信托计划，投资底层资产并为底层资产的提供方（B 企业）完成融资。

图表39：银行提供资金+信托提供客户

资料来源：《银行业金融机构交叉金融业务调查研究》，华泰证券研究所

第二种方式（银行提供资金+客户）：首先由 A 银行出资购买信托计划，信托计划筹集到的资金会投资于相关标的资产，进而使得底层资产的提供方（B 企业）达到融资目的。实际情况中，融资方往往是 A 银行的客户，因各种原因不能通过表内贷款为 B 企业融资，进而转向通过交叉金融业务为企业融资。

图表40： 银行提供资金+客户



资料来源：《银行业金融机构交叉金融业务调查研究》，华泰证券研究所

投资端：房地产+政信合作项目

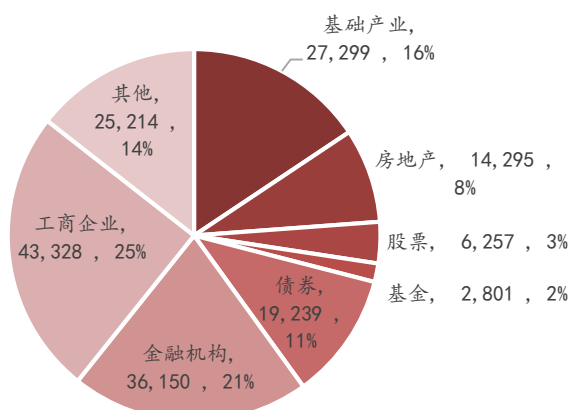
银信合作投资的主要资产为房地产和政信项目。2016 年底按投向划分信托资产余额规模与占比中，前三位分别是工商企业（4.3 万亿元，25%）、金融机构（3.6 万亿元，21%）和基础产业（2.7 万亿元，16%），房地产投资规模仅有 1.4 万亿元，占比 8%。但在实际情况中，金融机构项下基本是投同业的资管产品，层层嵌套以后其底层资产往往是地产、政信合作等传统项目。根据我们草根调研的情况，预计 6-7 万亿元的银信产品中，投向房地产领域的资金规模 3-4 万亿元，投向政府平台的资金规模约 2-3 万亿元，而投向债券、股票等其他领域的资金规模较小。

图表41： 银信合作资金投向领域及规模测算（单位：万亿元）

项目	2016 年底规模
投向房地产的信托规模	1.4
a. 预计其中 65-75% 为银行通道	0.9-1.1
投向金融机构的信托规模	3.6
b. 预计其中 50-60% 为投资地产的银行通道	1.8-2.2
c. 预计其中 5-10% 为投资政府平台的银行通道	0.2-0.4
投向基础产业的信托规模	2.7
d. 预计其中 65-75% 为投资政府平台的银行通道	1.8-2.0
银行通过信托通道投资地产 (a+b)	3-4
银行通过信托通道投资政府平台 (c+d)	2-3

资料来源：华泰证券研究所

图表42： 2016 年底按投向划分信托资产余额规模与占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

监管影响：通道+地产信托+非标资金池

压缩信托通道规模，业务回流缓冲影响

现存信托通道规模约 10 万亿元。今年年初的资管新规内审稿强调“明确风险主体责任、去嵌套、穿透监管”，此次监管新规沿袭该监管思路，6 号文（风险防控）、45 号文（三违反）、46 号文（三套利）及 53 号文（四不当）均提及压缩通道的指引。2016 年底信托行业资产管理规模近 20.22 万亿元，按照功能划分，分为融资类 4.16 万亿元，占比 21%；投资类 5.99 万亿元，占比 30%；事务管理类 10.06 万亿元，占比 49%。假设 80% 的融资类信托和 80% 的事务管理类信托是通道业务，则通道业务体量约 10 万亿元。

按照最严格的要求下，涉及监管违规的通道规模约 3-4 万亿元。根据草根调研结果，涉及“多层嵌套”、“变相扩大投资范围”、“隐匿资金流向”、“突破杠杆范围”等其他难以穿透的通道，按照本次新规的标准严格检查中会受到影响。若不实行“新老划断”或设置“过渡期”，按照最严格的要求下，涉及以上违规现象的通道规模预计占比 30-40%（约 3-4 万亿元），未来对于信托通道业务影响较大。

通道回流有望缓解压力。2016 年 7 月下发的“银行理财新规”意见稿规定银行理财投资非标资产需要走信托通道，倒逼券商资管和基金子公司的非标资产回流信托，预计这部分业务回流的规模可达 3-4 万亿元。综上所述，近期监管对于信托通道业务的影响：（1）泛资管监管压缩通道业务总量；（2）理财新规倒逼通道业务回流信托。两种影响相互抵消和消耗，对于通道业务有一定影响。长期而言督促行业转型升级，为行业培育主动管理能力赢得时间，引导信托回归“受人之托，代人理财”本质，预计未来主动管理能力较强的信托公司会优先受益。

关注房地产信托的监管风险

房地产信托监管趋严。6 号文提及“加强房地产业务合规性管理，严禁资金违规流入房地产领域。各级监管机构要重点关注房地产融资占比高、贷款质量波动大的银行业金融机构，以及房地产信托业务增量较大、占比较高的信托公司”。

现存房地产信托业务实际规模约 3-4 万亿元。截止 2016 年底资金信托投向房地产的规模约 1.43 万亿元，叠加部分投向金融机构的实质上为借道投资房地产项目，预计这部分规模约占投向金融机构信托规模 3.6 万亿元的 60-70%（包括银行资金投地产部分），那么预计房地产信托的实际规模约 3-4 万亿元。个别机构确实存在房地产信托业务过于快速增长的问题，在当前大力调控房地产行业的背景下，预计监管层将会对个别房地产业务过于激进的机构给予窗口指导，也可能发布一些更为严格房地产融资监管要求，对于房地产信托业务有较大影响。

图表43： 房地产信托项目规模测算（单位：万亿元）

项目	2016 年底规模
投向房地产的信托规模	1.4
投向金融机构的信托规模	3.6
预计其中 60-70%为投资地产的通道（包括银行资金）	2-3
房地产信托项目规模	3-4

资料来源：华泰证券研究所

继续清理“非标资金池”业务

53 号文（四不当）提及自查是否通过开展资金池业务规避监管要求。银监会自 2011 年开始用“期限错配、滚动发售、混合运作、分离定价”定义资金池产品，国务院和银监会分别发布“107 号文”和“99 号文”明确信托公司不得开展非标理财资金池业务，此次 53 号文再次强调加大非标资金池信托的清理排查力度。虽然非标资金池清理取得一定进展，但部分公司清理进展缓慢。这方面主要存在两个问题，一是存续非标资产清理不到位；二是变相开展新的资金池业务，包括 TOT 模式开展类资金池业务、通过“非标转标”变相开展非标资金池业务，或者帮助银行在体外设立资金池。

考虑到“99 号文”已经要求各信托公司在 2014 年 6 月 30 日前送报非标资金池业务整改方案，且自监管清理“非标资金池”以来规模已有所下降，按照证券时报的测算，截至 2016 年末存续非标资金池信托资产余额 1594.08 亿元，比年初减少 290.9 亿元。更为重要的是，在非标资金池清理中，不少信托公司设立资产支持专项计划转让非标资产，通过证券化的方式“非标转标”，预计对“非标资金池”的进一步清理可以平稳、有序地进行。

展望未来：监管持续推进，行业转型可期

“八大业务”分类试点开展。2017 年 4 月银监会开展“八大业务”试点，根据资金投向把信托业务分为债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财产信托、资产证券化信托、公益信托及事务信托。首批试点的 10 家信托公司包括外贸信托、安信信托、平安信托和百瑞信托等。新的分类监管框架，引导信托回归本源，促使行业在财产权信托、慈善信托、家族信托等本源业务上加强布局，同时对原有业务结构进行优化升级，有利于监管行业风险和项目风险。

“信托公司条例”持续推进。7 号文（补短板）亦把“信托公司条例”列入到“推进类”的“弥补银行业监管制度短板工作项目”中。在 2015 年 4 月《征求意见稿》和 9 月《代拟稿》的基础上，此次银监会再次提及推动“信托公司条例”早日发布实施，促进信托业深挖独有的制度优势，在推动国家经济社会发展中发挥更重要的作用。

信托行业转型迫在眉睫，由“资金掮客”逐步向“受人之托，代人理财”的信托本源方向回归，整个信托业也在积极布局新的转型领域：

- （1）家族信托：满足财富传承的需求，同时有避税作用；
- （2）PPP 和产业投融资信托：与传统政信合作项目相比，PPP 项目信用好、收益稳定，且“一带一路”、“雄安新区”等国家战略也为信托公司参与政府主导的产业基金提供机会；
- （3）ABS：传统非标准化债权向标准化债权转变的主要合规手段，有利于优化发行方负债结构，盘活存量资产。

展望：强化监管大幕拉开，控规模+调结构+夯实资产质量

综上，本轮监管文件的集中颁布，主要对银行业经营中已经存在的主要问题进行了梳理，并通知银行进行风险自查和摸底。自查阶段的影响主要在于给予银行方向性引导：负债端降低对同业融资依赖度，表内外资产穿透来看投向监管严控领域的则面临到期不再续做的压力。

然而此次监管政策的连续出台，意味着从监管弥补制度短板，机构强化监管力度的大幕拉开。对于银行所投资管产品嵌套层数，投资产品杠杆限制的具体要求还待监管细则的落地。预计未来监管细则主要围绕股东治理、交叉金融、理财业务三方面进行制度建设。需要关注《银行业金融机构股东管理办法》、《交叉金融产品风险管理办法》、《商业银行理财业务监督管理办法》的出台。形式上，新老划断，逐步推进将是主基调，不会生因为管风险而产生风险的问题。主要监管方向：

1. 银行股权投资将面临更为严格的股东资格审核。无论是一级还是二级市场，对于银行股权的投资，尤其是代持问题将穿透至实际控制人，从严监管。
2. 交叉金融，围绕供给侧改革推进和金融降杠杆原则进行监管指标细化，涉及表内非标投资以及表外理财投向。主要针对两大问题：是否投向房地产、两高一剩、地方融资平台等严控领域；是否通过多层嵌套抬高投资杠杆，同时未能按照底层资产足额计提拨备和资本。
3. 深化不良确认与处置。银行业不良确认已进入深化阶段，监管文件强调对于出不良之外的逾期贷款和关注类贷款重点关注，对银行不良隐藏、虚假转让等成为重点检查领域。结合草根调研情况，江浙一带区域不良已现企稳迹象，然后全国性银行的资产质量今年整体仍有一定压力。

在 MPA 考核硬约束下，监管补短板推进，控规模+调结构+夯实资产质量将是今年银行业发展主基调。同时对于非银行业，在监管引导下加强创新和主动管理能力，才能在行业分化中脱颖而出。

- 逻辑一：以价补量，资产负债结构使其净息差将受益于利率上行的招商银行、北京银行；
逻辑二：资产质量优秀，拨备充足支持资产结构调整的宁波银行；
逻辑三：估值处于板块低位且具有可转债转股价催化剂的光大银行。

风险提示

1. 监管趋严加速，监管力度超预期
2. 不良贷款恶化超预期
3. 经济下行速度超预期
4. 交叉金融业务规模压缩超预期
5. 市场风险

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com