



继续开黑箱，影子阳光化

中信证券研究部

2015 年 1 月 19 日

肖斐斐

向启

电话：010-60838047

电话：010-60838757

邮件：xff@citics.com

邮件：xiangqi@citics.com

执业证书编号：S1010510120057

执业证书编号：S1010512090006

事项：

据银监会官方网站公告，为规范商业银行委托贷款业务经营，加强委托贷款业务管理，促进委托贷款业务健康发展，近日，银监会按照“准确定位、回归本源，限制范围、避免套利，问题导向、严格设限，加强管理、规范发展”的总体思路，研究并起草了《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》。

评论：

委托贷款已成为影子业务通道，对社会融资形成重要补充

2013/2014 年委托贷款增量分别为 2.55 万亿/2.51 万亿元，分别占当年融资总量的 14.7%/15.2%，超过债券成为仅次于人民币贷款的第二大项目，构成社会融资的重要组成部分。委托贷款在过去 5 年间增长迅速，2008-2013 年复合增速达到 43%，远高于同期人民币贷款和社会融资总量的复合增速（分别为 13%及 20%）。该业务快速发展，主要源于 2009 年后社会融资高度活跃（特别是地方政府和房地产部门在政策刺激后需求强烈）与政策收紧（2010 年起限制银行对房地产开发和地方政府融资平台贷款）带来的矛盾深化，委托贷款作为“影子银行”的重要通道和会计载体，实现了对一般性人民币贷款的补充。

委托贷款监管精神：回归本源，避免套利

我们建议投资者不要孤立理解这一监管文件。事实上，在 2014 年 1 月国务院 107 号文中曾经系统性地对影子银行进行了定义和定位，文件认为：影子银行是金融发展“不可避免”地产生的“有益”后果。在此基础上，我们理解委托贷款的监管精神，就不难理解银监会提出的“准确定位、回归本源，限制范围、避免套利，问题导向、严格设限，加强管理、规范发展”这一整体思路。具体而言：

1. 回归本源：委托贷款本意在于“委托人提供资金，由商业银行（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、协助监督使用并收回的贷款”，明确商业银行应“收取代理手续费，不承担信用风险”，即回归业务本源。
2. 避免套利：基于委托贷款业务的套利既包括企业赚取利差（转手贷款），也包括银行借道委托科目开展信贷业务，在《办法》中均进行了规范和监管，措施包括对委托人授信余额的审查、强化委托和自营业务隔离等。

委托贷款监管影响：继续开黑箱，影子阳光化

2013 年以来，我们观察到一系列针对影子银行业务的规范监管政策，既包括总纲性的国务院 107 号文，也包括涵盖社会融资的各个非信贷科目的具体措施，包括：外币贷款（2013 年汇发 20 号文）、票据融资（2013 年票据业务新政）、信托贷款（2013 年银监会 8 号文等）；此类监管政策的共同方针在于推进“实质重于形式”原则，即无论名义上是何种业务，只要实质上实现了信贷的职能，那么就应该按照信贷进行贷前审查和贷后处理，并需要服从信贷业务的投向规范、拨备计提、资本占用等规定。

相对于上述科目的规范监管而言，委托贷款领域的监管始终处于不足的状态，也因此成为影子银行最后的“黑箱”。2014 年 7 月-11 月，信托贷款、外币贷款、承兑汇票等科目连续负增长，而委托贷款则保持了月均 1500 亿左右的稳定增长；2014 年 12 月单月委托贷款规模达到 4600 亿的单月历史高位，推测其中相当比例是对地方政府的“抢跑”型项目融资。也正因为此，对委托贷款的监管可能意味着影子银行黑箱继续被打开，债务阳光化进程仍在延续。

潜在意义：配合证监会政策阻断杠杆资金炒股通道

上周末，证监会宣布对几家大型券商暂停融资融券业务开户的惩罚措施。虽然委托贷款的监管主旨不在此处，但我们仍然相信，此时推出征求意见稿确有防范杠杆资金继续进入权益市场的考虑。当前，银行资金流入权益市场主要体现在两个维度：1）以自营或理财资金投资基于两融受益权的非标资产；2）参与伞型信托等杠杆配资工具的资金供给。从融资口径上看，可能尚未波及到委托贷款；征求意见稿则明令禁止委托贷款投向股本、债券、衍生品、理财等方向，几乎完全阻断了银行资金借委托贷款之道进入权益市场的可能。

投资策略：长期逻辑安好，淡化短期波动

我们在 2015 年年度策略报告中明确指出，锚定银行业估值中枢的要素在于风险而不在于收入。对影子银行系列业务的监管恰恰是从风险端着手调控的政策，有利于尾部风险化解和长期风险预期修复。由于周末的券商两融业务监管对股市融资产生负面影响，银行股在二级市场表现上可能也会受到牵连。不过，从更长的期限看，银行股价值重估的长期逻辑仍然在不断得到印证，建议持股的投资人淡化波动、安心持有，有增仓意愿的投资人耐心等待行情平静，或在振荡中逢低吸纳。个股层面可重点关注催化剂鲜明、具有中期上行空间的兴业银行（大金融平台+投行化转型）、浦发银行（上海国资金融平台+互联网金融）和平安银行（综合金融转型），同时关注受益于人民币国际化的中国银行（海外业务+一带一路）。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。（

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。