

推荐 (维持)

从政策演变图谱看监管思路变化

2014年2月9日

影子银行众生相之六

上证指数	2044		
行业规模			
		占比%	
股票家数 (只)	16	0.8	
总市值 (亿元)	35028	16.0	
流通市值 (亿元)	33196	17.8	

行业指数			
%	1m	6m	1m
绝对表现	0.5	-4.2	-15.3
相对表现	1.7	-1.2	4.6



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《影子银行众生相之五: 内保外贷, 套利活动的幌子》2013/5/28
- 2、《影子银行众生相之四: 城投债、基建信托、平台贷与地方债务腾挪》2013/2/19
- 3、《影子银行众生相之三: 银证合作, 创新与监管的博弈突围》2012/12/26
- 4、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23

肖立强

0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn
S1090512080001

罗毅

luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

邹添杰

0755-82953739
zoutj@cmschina.com.cn
S1090513080010

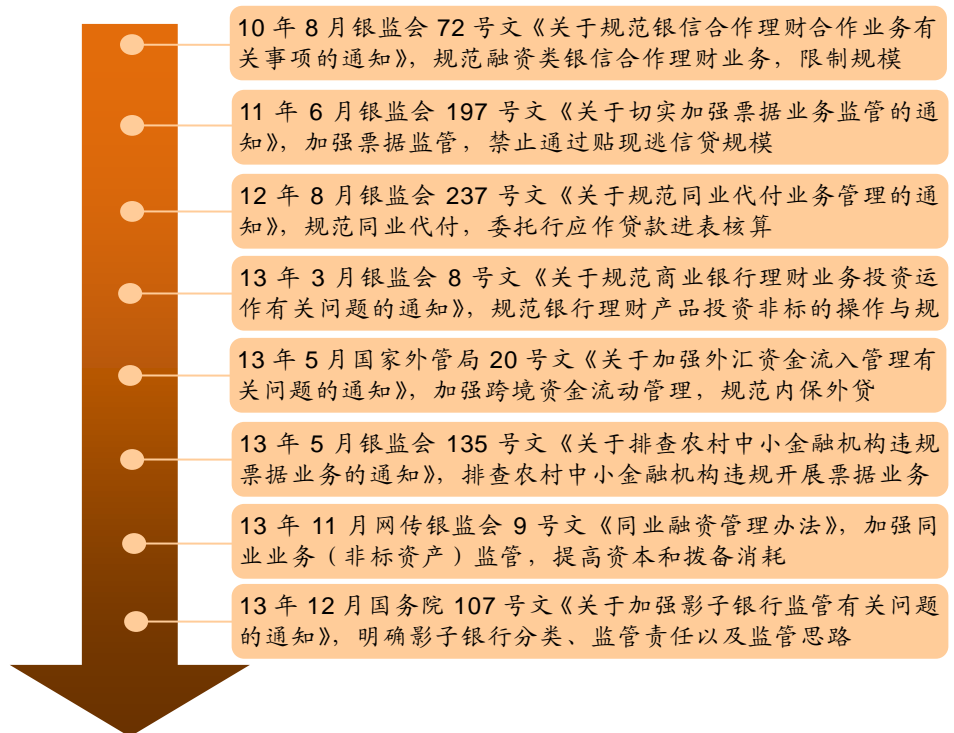
本文梳理了最近几年影子银行监管政策以及影子银行规模的演变, 发现过去几年围追堵截的监管政策并未收到理想效果, 据我们最新统计 2013 年末影子银行规模约为 33 万亿, 较 12 年同比增长近 20%。但随着国务院 107 号文的下发, 影子银行监管思路正在向疏堵结合方向发展, 未来将以疏为主, 破除影子银行体系存在的隐性担保, 缓解其风险积聚。

一、按下葫芦浮起瓢: 博弈中监管思路由堵到疏的变化

影子银行的产生有其客观的必然性, 正规金融体系融资供给的限制和实体经济旺盛的融资需求之间的缺口成为影子银行持续扩张的动力, 这是金融市场化改革和居民财富保值增值意识提高过程中的市场自觉行为。而影子银行业务的持续创新和金融监管的博弈表明, 对影子银行的治理不能仅仅依靠堵截。事实上, 监管部门近年来多次出台政策依然没有收到预想的监管效果。

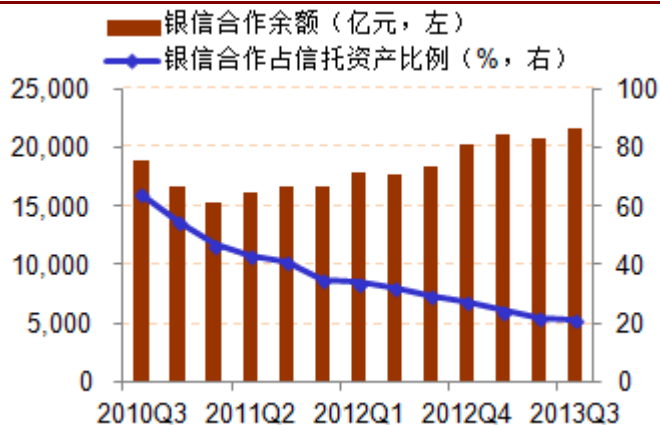
自 2010 年以来, 监管层多次发布关于银信理财业务、同业业务等领域的规范政策, 从最实在的相关影子银行业务规模的变化来看, 政策短期内可以起到一定的规范作用, 但从中长期来看, 创新突围仍是影子银行活动最有力的回应, 不仅原有的影子银行业务继续增长, 同时新的业务不断涌现。

图 1: 2010 年以来影子银行业务监管政策图谱



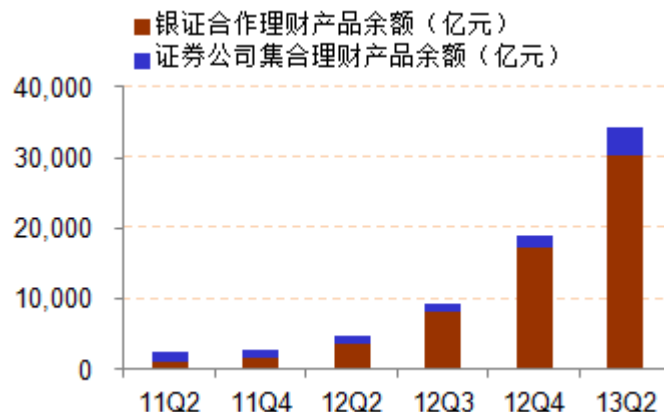
数据来源: 国务院、央行、银监会、外管局、招商证券

图 2: 银信合作理财余额及其占比



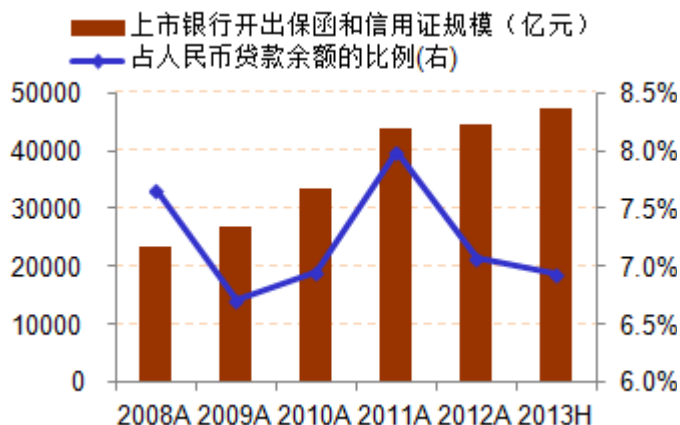
资料来源: 信托业协会、招商证券

图 3: 银证合作理财产品余额



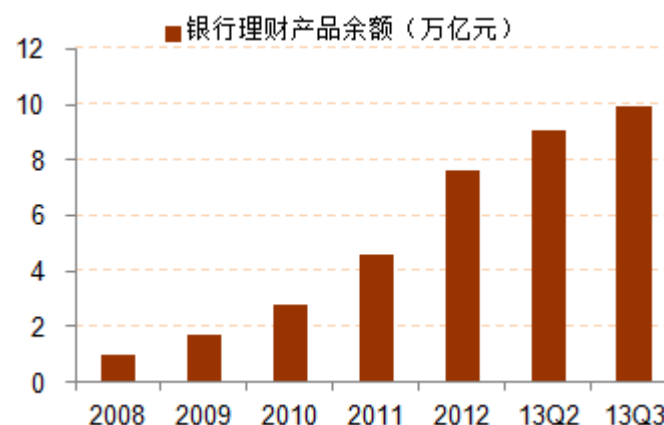
资料来源: 证券业协会、招商证券

图 4: 上市银行开出信用证和保函规模



资料来源: 公司财报、招商证券

图 5: 银行理财产品余额变化



资料来源: 银监会、招商证券

监管高一尺，创新高一丈。如银行理财业务，2010年8月，银监会发布《关于规范银信合作理财合作业务有关事项的通知》（72号文），要求融资类银信合作理财占比不能超过30%，同时对表外资产计提资本和拨备。此后，银行和信托公司通过简单创新，以银行自有资金和理财资金对接信托计划受益权，成功绕过72号文的监管红线，半年之后尽管银监会再次要求规范银信合作理财业务，但银信合作理财规模已开始顽强地持续回升。2013年3月，银监会8号文对银行理财产品投资非标规模提出上限要求，但银行依然可以通过互买、过桥、加大理财产品发行规模等手段满足监管要求。可见，政策的围追截堵并未对正规金融体系中的类信贷影子银行活动起到良好的整治效果。

因此，如果未能正视影子银行业务产生和发展的机理，不能及时转变监管思路，只会使得政策越细、影子越大，监管越难。影子银行在一定程度上弥补了多种管制下正规金融服务不足的空白，加速了金融市场的深化，有其积极的作用，监管思路需要转变的是如何做到不再简单地影子化，在尽量少增加监管成本和少提升社会融资成本的前提下，通过更高效的资金配置推动经济增长，同时让相应的金融风险尽可能地最小化。

我们认为，未来影子银行的监管政策思路将是疏堵结合、以疏为主。对于合法合规的影子银行业务，通过加强规范和加大政策支持力度，为金融创新提供良好的政策监管环境，同时放开金融市场准入的严格限制，鼓励其“阳光化”；对于触及监管红线的影子银行

活动，通过加快政策制定和提高监管力度，清理整治非法集资和违规放贷活动，降低影子银行体系风险。虽然过去监管政策的追堵并未一刀切，同时也为影子银行业务的发展留有一定的空间，但影子银行创新层出不穷表明，政策追堵并不能一劳永逸，以疏为主将金融活动纳入监管框架应为首选。

另一方面，社会资金对影子银行业务趋之若鹜的一个重要原因在于影子银行体系存在的隐性担保，使得高收益、低风险的现实在影子银行领域长期未被打破。因此，我们认为疏导影子银行业务的一个重要渠道就是破除隐性担保，使得信用风险和流动性风险被合理定价，引导风险偏好较低的投资者重回正规金融体系，降低影子银行体系的风险积聚。当然，这一过程需要合理引导，避免打破刚性兑付导致的风险大幅溢出。

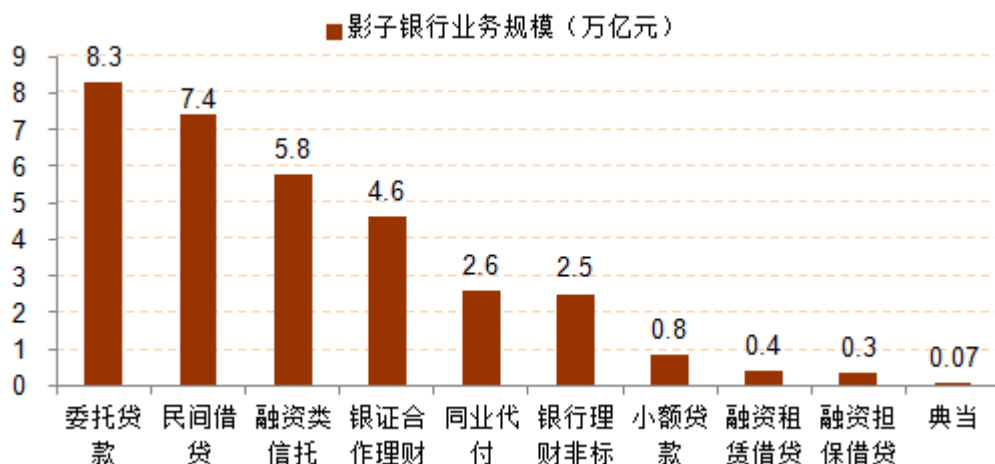
二、2013 年底国内影子银行规模约为 32.7 万亿元

对于影子银行规模的测算，我们认为首先需要根据影子银行的判断标准对各种银行金融机构、非银行金融机构及非金融机构和业务进行分析，判断是否具备影子银行特征，才能合理界定影子银行范围，得出合理的规模。从 107 号文来看，判断影子银行的基本标准在于是否具备充足的监管，从三类影子银行的划分来看，只要监管充分、符合监管政策，即使不持有金融牌照，也可以不纳入影子银行统计范围。

我们认为，影子银行业务主要表现为信用转换和信用创造，在判断各种银行金融机构、非银行金融机构及非金融机构和业务是否具备充足监管的时候，有两个判断标准：一是是否已将相关的信用活动纳入了正规金融机构的监管体系；二是是否有充足的资本和拨备计提水平。

因此，在研究为实体经济提供融资支持的影子银行业务中，结合充足监管判断标准，我们认为影子银行规模统计应包括委托贷款、民间借贷、融资类信托、银证合作理财、同业代付、银行理财投资非标部分、小额贷款、融资租赁公司本业之外的借贷、融资担保公司从事的超业务范围的借贷、典当等。据我们统计测算，2013 年末国内影子银行的规模约为 32.7 万亿元。其中，委托贷款（8.3 万亿元）、民间借贷（7.4 万亿元）、融资类信托（5.8 万亿元）、银证合作理财（4.6 万亿元）占据了 80% 的影子银行规模。

图 6：2013 年 12 月末影子银行业务规模测算



数据来源：招商证券

影子银行的产生和发展有其特定的金融环境，在金融体制彻底改革之前，国内的金融抑

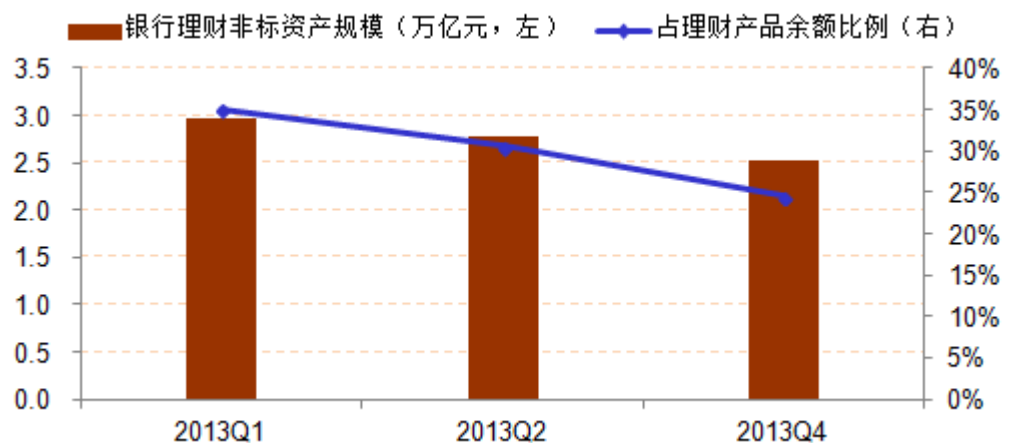
制将持续推动影子银行规模扩张。一方面，贷款规模管控、贷存比要求、利率管制等监管促使资金供给脱媒加剧；另一方面，由于产业政策和信贷投向政策限制，地方融资平台和房地产开发等领域对影子银行融资持续保持巨大的需求。在正规金融市场供需失衡的情况下，影子银行规模将继续保持增长。再者，我们从影子银行金融产品的投资需求来看，由于当前金融体系存在隐性担保（如近期的中诚信托事件），信用风险未能合理定价，高收益、低风险仍将成为驱动影子银行规模持续扩张的强大推力。

三、影子银行的风险分解与再考察

在当前的国内金融环境中，影子银行的产生和发展客观上起到了一定的积极作用，但由于影子银行业务的期限转换、流动性转换、信用风险转移和杠杆化特征使得其具有一定的系统性风险；另一方面当前国内影子银行和传统金融业务相互交叉，而现有的监管政策和会计手段并不能完全有效及时识别相应的风险，使得银行业可能受到来自影子银行业务风险传染的影响。

对于商业银行来说，在利润考核的压力之下，利用影子银行资产负债的期限错配获取高额利润，客观上存在一定的流动性风险。但是我们从银监会 8 号文要求来看，“非标资产占理财产品规模比例不得超过 35%”已经形成短期约束，同时“非标资产规模不得超过银行总资产的 4%”成为长期制约，2013 年以来理财非标资产规模逐渐回落，银行理财产品的风险渐渐纳入可控范围。未来我们最为看好的银行理财产品风险化解在于银行理财资管计划的推行，理财资金对接理财直接融资工具，将风险和收益彻底向投资者转移，银行摆脱刚性兑付成为纯粹的资产管理中介。据此银行也将降低对信托、券商、保险、基金子公司等通道的依赖，进一步提高理财业务的透明度，降低当前银信合作理财、银证合作理财等通过业务中影子银行业务的风险隐患。

图 7：2013 年以来银行理财产品投资分表资产规模及其占比



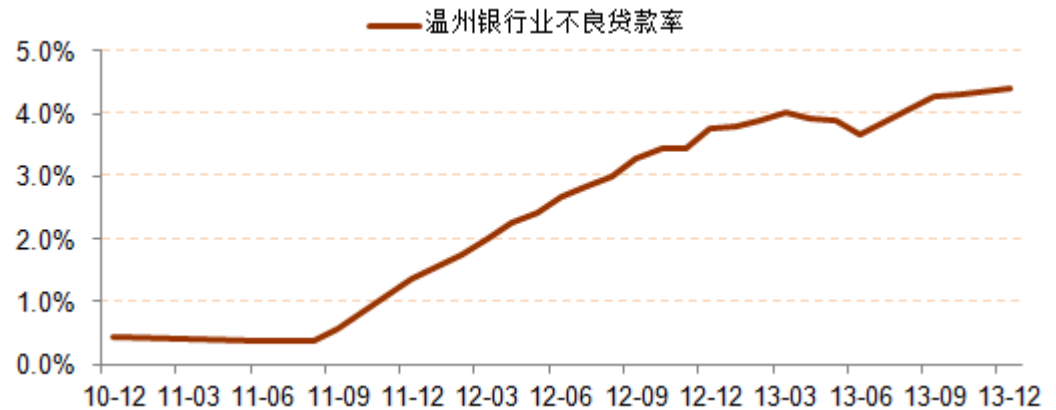
数据来源：招商证券

对于银行体系之外的影子银行活动，从规模来看我们认为潜在风险对银行业影响较大的领域主要有两个，一个是民间借贷，另一个是融资类信托。

民间融资规模膨胀的直接原因就是融资渠道的缺乏，在高融资成本之下容易由于流动性紧张导致信用违约，对于银行业的影响主要体现在民间借贷参与主体同时身兼银行信贷客户身份，从而将信用风险传导至银行体系，过去两年温州银行业不良贷款率持续上升的主要原因正是如此。不过我们认为，随着改革红利释放、经济结构调整和转型升级持

续推进，经济保持平稳增长将是大概率事件，同时保持合适的社会流动性也是经济改革和转型升级所需要的，在此背景下民间融资风险大幅暴露的可能性较低，银行业的不良贷款和不良率仍将是保持温和上升的幅度。

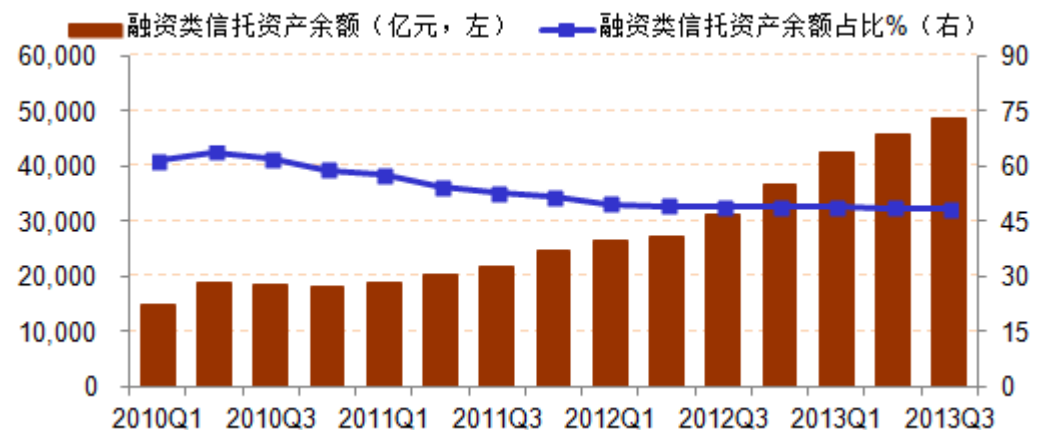
图 8: 2010 年以来温州银行业不良贷款率走势



数据来源：招商证券

近两年来融资类信托产品成为地方政府融资平台、房地产以及“两高一剩”行业的主要融资工具，规模快速增长。但是随着经济结构调整和转型升级，融资类信托产品所投向的传统周期行业景气度持续下行，项目并未能如期实现经济效益，融资类信托产品的兑付危机频现。例如近期备受关注的中诚信托“诚至金开 1 号”兑付风险事件，尽管此次中诚信托刚性兑付成功，续写了信托业兑付神话，但是我们认为刚性兑付并不会永远持续，风险和收益匹配将会合理回归。然而考虑到理财产品打破刚性兑付的风险溢出效应，我们认为政府会控制定点爆破的范围和影响，合理警醒投资者充分认识投资的风险。

图 9: 2010 年以来融资类信托产品规模及其占比



数据来源：信托业协会、招商证券

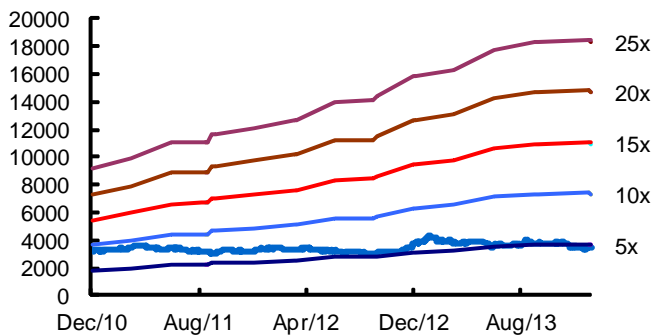
整体来看，国内类信贷的影子银行业务与国外过度资产证券化的影子银行业务差别较大，风险不可简单类比。整体来看，国内影子银行风险的表象主要是期限错配和收益错配，但本质仍然在于财政体制和私营部门的融资困境与信用薄弱。虽然当前国内影子银行业务由于存在监管不足，其总体风险较银行正规信贷业务风险要大，但在金融财税改革持续推进的趋势下，以疏为主的监管政策使得国内的影子银行风险仍然可控，通过时间换空间的方式化解影子银行潜在风险。而如果仅以影子银行规模和 2008 年国外影子银行金融危机起因来简单臆测国内影子银行风险，容易导致影子银行风险被过度夸大。

表 1: 银行估值对比表

公司	价格 (元)	EPS			PE			PB			13ROE	市值 (亿元)	评级
		12	13E	14E	12	13E	14E	12	13E	14E			
工商银行	3.40	0.68	0.76	0.82	5.0	4.5	4.1	1.1	0.9	0.8	20%	12178	强烈推荐-A
建设银行	3.93	0.77	0.86	0.93	5.1	4.6	4.2	1.0	0.9	0.8	20%	10334	强烈推荐-A
中国银行	2.49	0.50	0.54	0.58	5.0	4.6	4.3	0.8	0.7	0.6	16%	6989	审慎推荐-A
农业银行	2.37	0.45	0.51	0.56	5.3	4.7	4.3	1.0	0.9	0.8	19%	7773	强烈推荐-A
交通银行	3.77	0.79	0.88	0.94	4.8	4.3	4.0	0.7	0.6	0.6	15%	2844	审慎推荐-A
浦发银行	9.18	1.83	2.20	2.53	5.0	4.2	3.6	1.0	0.8	0.7	20%	1712	强烈推荐-A
中信银行	3.64	0.66	0.74	0.82	5.5	4.9	4.5	0.8	0.7	0.6	15%	1598	审慎推荐-A
民生银行	7.25	1.32	1.55	1.76	5.5	4.7	4.1	1.2	1.0	0.8	21%	1981	强烈推荐-A
兴业银行	9.35	2.73	2.30	2.64	3.4	4.1	3.5	0.7	0.8	0.7	21%	1781	强烈推荐-A
光大银行	2.48	0.58	0.59	0.65	4.3	4.2	3.8	0.9	0.7	0.6	17%	1151	审慎推荐-A
华夏银行	8.10	1.87	1.69	1.88	4.3	4.8	4.3	0.7	0.8	0.7	17%	721	强烈推荐-A
平安银行*	11.38	2.62	1.62	2.01	4.4	7.0	5.7	0.7	0.9	0.8	13%	933	强烈推荐-A
北京银行	7.11	1.33	1.57	1.78	5.4	4.5	4.0	0.9	0.8	0.7	17%	626	强烈推荐-A
南京银行	7.90	1.35	1.57	1.77	5.8	5.0	4.5	0.9	0.8	0.7	16%	235	审慎推荐-A
宁波银行	8.88	1.41	1.66	1.90	6.3	5.3	4.7	1.2	1.0	0.8	18%	256	强烈推荐-A
银行业					5.0	4.8	4.2	0.9	0.8	0.7	18%	53747	推荐

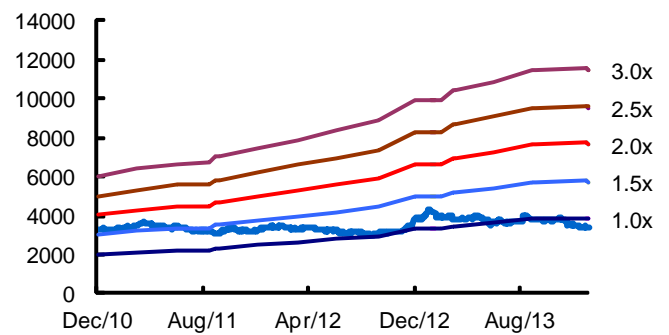
资料来源: 公司数据、招商证券

图 10: 银行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 11: 银行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《影子银行众生相之五: 内保外贷, 套利活动的幌子》2013/5/28
- 2、《影子银行众生相之四: 城投债、基建信托、平台贷与地方债务腾挪》2013/2/19
- 3、《影子银行众生相之三: 银证合作, 创新与监管的博弈突围》2012/12/26
- 4、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 5、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 6、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，对银行法规与业务理解深刻，团队获得新财富银行业最佳分析师 2011 年度第七名，2012 年度第六名，2013 年第四名。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名，2008 年度第二名，2007 年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名，2008 年第三名，2007 年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007 年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务行业 2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究执行董事，现代服务业（金融、医药、交运、房地产）大组组长。

邹添杰，中山大学金融学硕士，数学与应用数学、会计学双学士，2011 年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ±5% 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。