

银行非标投资图鉴

- **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。**根据银监会8号文的定义，非标资产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。资管新规之后，标准化债权类资产的具体认定规则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定，即采用排除法对非标资产进行界定，其范围将有所扩大。
- **银行对非标资产的投资可以分为表内自营和表外理财两个渠道，上半年均处于压降状态。**截至2018年6月末，上市银行自营非标规模总计为6万亿元，占总资产比重比为3.90%，较2017年末减少8,240亿元，下降12.08%。商业银行表外理财投资的非标资产预计为3.15万亿元，占表外理财资金的比重为15%左右，上半年其规模减少4460亿元，下降12.40%。
- **政府融资平台、房地产是非标的主要融资主体。**①以信托为例，截至2018年6月末，信托资金投向基础产业（地方政府融资平台）的占比为14.57%，投向房地产业的占比为12.32%，为两大主要融资客户群体；②2015年以来，房企非标融资持续增长，政府融资平台非标融资受限。
- **从非标融资期限来看，也并非均是长周期项目。**今年发行的信托产品，基础产业类信托（地方政府融资平台）由于主要投向大型基建项目或重大民生工程，期限相对较长，平均在2年左右。房地产类信托多为房企流动资金周转或短期项目建设，期限平均在1.5年左右；工商企业类信托多为流动资金周转，期限平均在1.5年左右。所以在央行允许金融机构于过渡期内发行老产品投资新资产后，银行理财资金是可以适度新增短期限非标投资的。
- **近年非标投资受到较严的监管。**其中，表内自营投资非标主要受到流动性新规、规范银信合作通知的影响；表外理财非标投资主要受到委贷新规和资管新规的影响。但7月以来，银保监会对非标监管的态势有所缓和。
- **非标资产不能一概而论，未来监管的方向是其透明度向贷款看齐。**非标资产的产生，主要有三方面原因：①规避信贷额度管控；②美化部分监管指标；③违规流向监管禁止的领域。对于业务流程及授信审批标准和自营贷款接近，并无实质风险的非标资产，未来进一步规范后可以续作，若需回信贷表，可能还需要监管层放松相关监管要求；而对于投向不合规、对银行经营和金融系统稳定性构成威胁的非标资产将进一步压降，这也是监管的题中之义。
- **风险提示：外部风险升级；宽信用落地情况显著低于预期**

投资评级 **同步大市-A**
维持评级

行业表现



资料来源: Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	4.42	15.89	23.06	
绝对收益	6.20	12.19	7.15	

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

- 探究商业银行信贷额度 2018-08-05
- 外资银行在华经营得怎么样了 2018-07-18
- 离离原上草——银行小微业务专题 2018-07-06
- 2018年银行中报前瞻 2018-07-04
- 十问债转股 2018-06-28

内容目录

1. 何为非标资产.....	3
2. 银行投资非标资产的情况如何?	3
3. 非标资产的融资主体.....	9
4. 非标资产的监管规定.....	12
5. 总结.....	14

图表目录

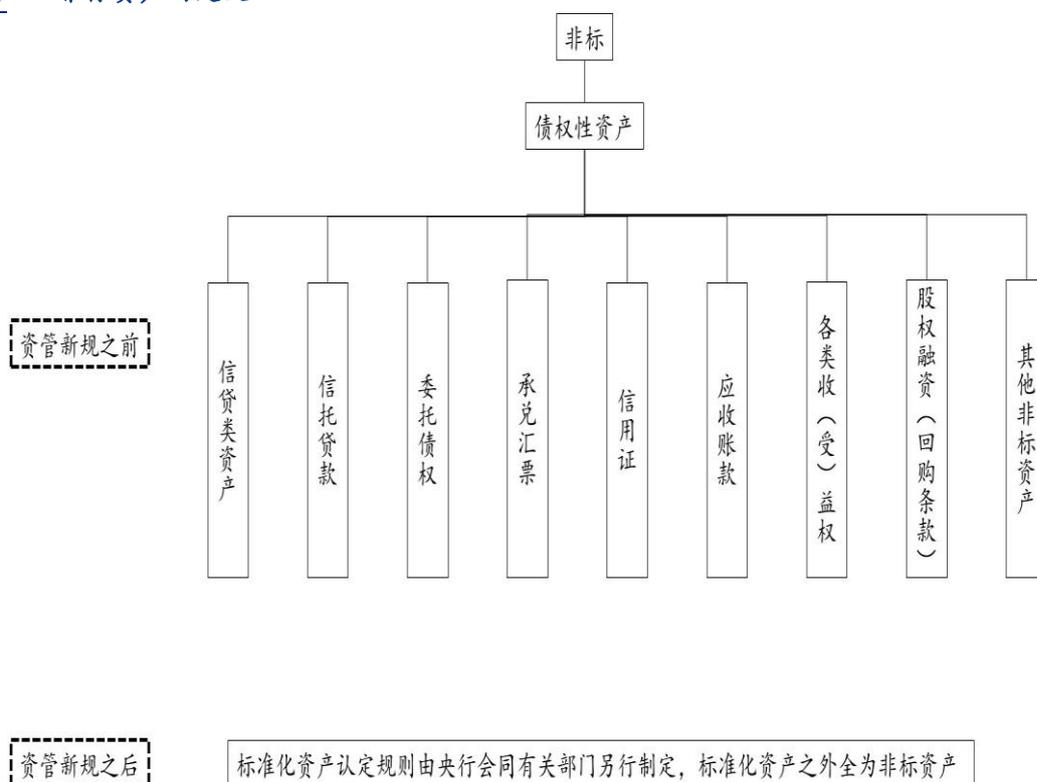
图 1: 非标资产的定义.....	3
图 2: 非标资产端与资金端对接.....	4
图 3: 以招行为例, 从财报中寻找非标资产.....	4
图 4: 各类型银行非标资产占总资产比重变化情况.....	5
图 5: 截至 2018 年 6 月末, 上市银行非标资产占总资产比重.....	5
图 6: 非标资产占比, 2018 年 6 月末较年初变化情况.....	6
图 7: 截至 2018 年 6 月末, 招行非标资产结构.....	6
图 8: 商业银行表外理财资金投资非标情况.....	7
图 9: 2016 年 6 月末, 理财资金投资的非标资产结构.....	8
图 10: 2016 年 6 月末, 理财资金行业投向结构.....	8
图 11: 截至 2018 年 6 月末, 资金信托对非金融企业的投向占比.....	9
图 12: 2015 年以来, 资金信托投向房企和地方政府融资平台的余额占比.....	10
图 13: 2015 年以来, 资金信托投向房企和地方政府融资平台当季新增金额占比.....	10
图 14: 9 月新发行的各类信托产品规模均有所回落 (单位: 亿元)	11
图 15: 2018 年 9 月, 投向房地产、基础产业的信托平均利率有所回落.....	11
图 16: 2018 年以来, 新发行的信托产品平均期限 (年)	12
图 17: 流动性匹配率项目表.....	13
图 18: 净稳定资金比例折算表.....	13

1. 何为非标资产

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。在资管新规颁布之前，关于非标资产的定义见于 2013 年 3 月银监会颁布的《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（简称 8 号文），非标准化债权资产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。

资管新规颁布之后，标准化债权类资产的具体认定规则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定，标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产，即采用排除法对非标资产进行界定，其范围将明显扩大。考虑到资管新规之后关于非标资产的认定规则尚未公布，本文后续讨论仍然沿用银监会 8 号文对非标资产的定义。

图 1：非标资产的定义



资料来源：央行、银保监会、安信证券研究中心

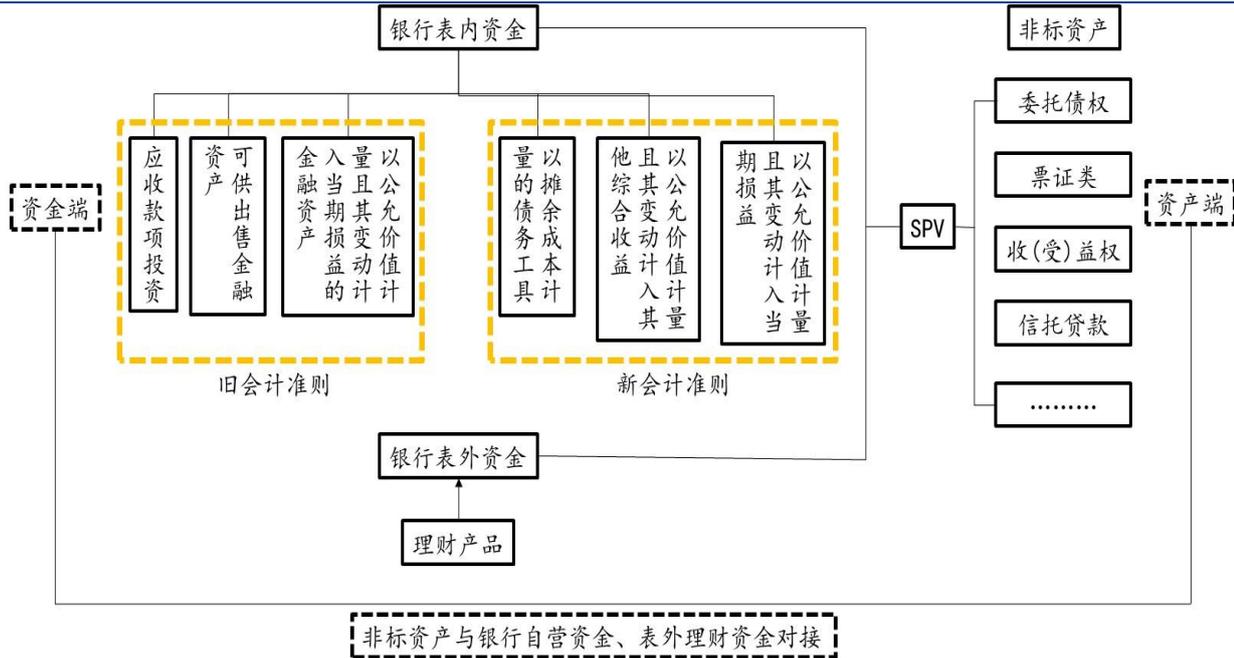
2. 银行投资非标资产的情况如何？

银行对非标资产的投资可以分为表内自营和表外理财两个渠道，上半年均处于压降状态。

其中自营投资非标记录在银行资产负债表里，在旧会计准则下，主要体现在应收款项类投资、可供出售金融资产科目中，还有部分会被记录在以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（主要是票据类）；在新会计准则下，主要体现在以摊余成本计量的债务工具投资、指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具投资、以公允价值计量且其变动计入当期损益的投资。

表外理财投资的非标不会体现在银行财务报表里，一般采取的模式为：理财资金直接投向委托贷款、票据等资产，或通过 SPV “绕道” 向企业发放贷款。

图 2：非标资产端与资金端对接



资料来源：夏蜀. 转型与重构：中国地方银行体制模式框架分析[M]、安信证券研究中心

上市银行表内自营非标投资约 6 万亿元，占总资产比重为 3.9%。

在上市银行财务报表中“寻找”非标资产，我们采用如下方法：在财报附注中“未纳入合并财务报表范围的结构化主体中的权益”，其中在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益，主要包括理财产品、资产管理计划、信托收（受）益权、资产支持证券以及基金。

由于在填报 G06 报表时，资产支持证券纳入债券口径、基金纳入公募基金口径，理财产品的标准化程度也较高，因此，本文将资管计划、信托收（受）益权加总，近似统计为自营非标投资规模。

图 3：以招行为例，从财报中寻找非标资产

招商银行通过直接投资而在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益的账面价值，以及其在合并资产负债表的相关资产列示如下：

	2018 年 6 月 30 日				
	账面价值（单位：亿元）				
	买入返售金融资产	以公允价值计量且其变动计入当期损益的投资	以摊余成本计量的债务投资	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具投资	合计
资产管理计划	-	529.09	2,086.31	-	2,615.40
信托受益权	-	-	977.33	-	977.33
资产支持证券	-	17.98	25.65	33.16	76.79
基金	-	180.13	-	-	180.13
合计	-	727.2	3,089.29	33.16	3,849.65

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

截至 2018 年 6 月末，上市银行表内自营非标规模总计约 6 万亿元，较 2017 年末减少 8,240 亿元，下降 12.08%，具体来看：

1) 非标资产规模占总资产的比重在下降

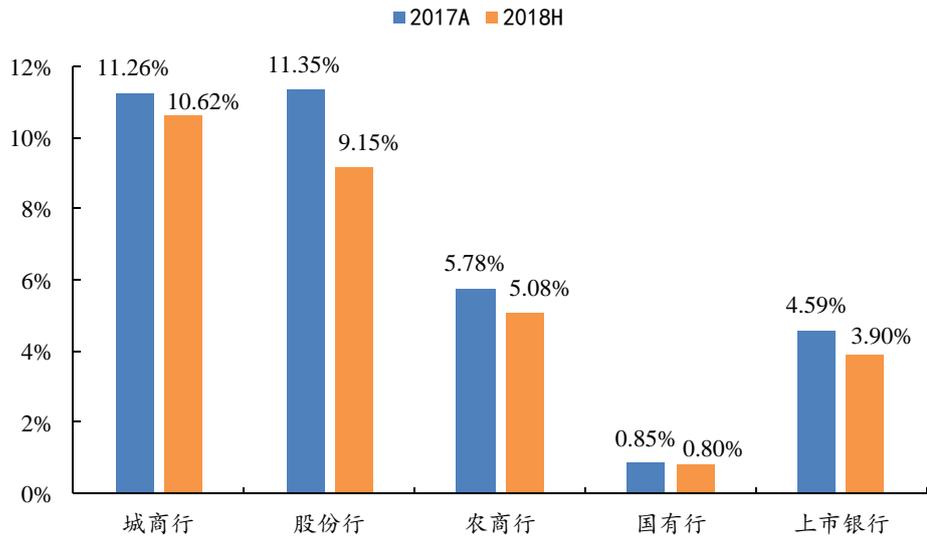
其中，国有银行在资本、项目储备、信贷额度方面均相对充足，并且风险偏好也较低，开展表内非标投资的动力也就不足，截至 2018 年 6 月末，其非标资产占总资产的比重

仅 0.8%，风险相对可控。

其他非国有行由于在资本、信贷额度、负债端或多或少有各种限制，为了规避相关监管指标的约束，他们有动力去“绕道”进行类信贷投放，截至 2018 年 6 月末，城商行非标投资占比为 10.62%，股份行占比 9.15%，农商行占比 5.08%。但均较年初有所下降，主要是在严监管的环境下非标的资金端、通道端、资产端均受到限制。

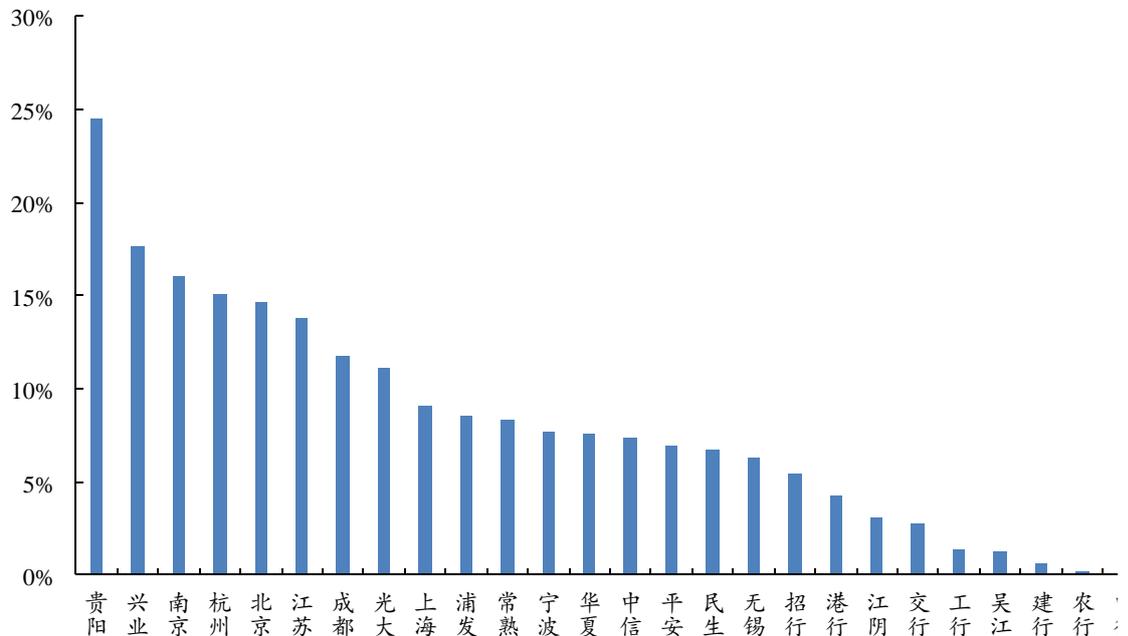
因此，从上市银行非标资产的绝对规模和占比来看，均处于压降通道中。

图 4：各类型银行非标资产占总资产比重变化情况



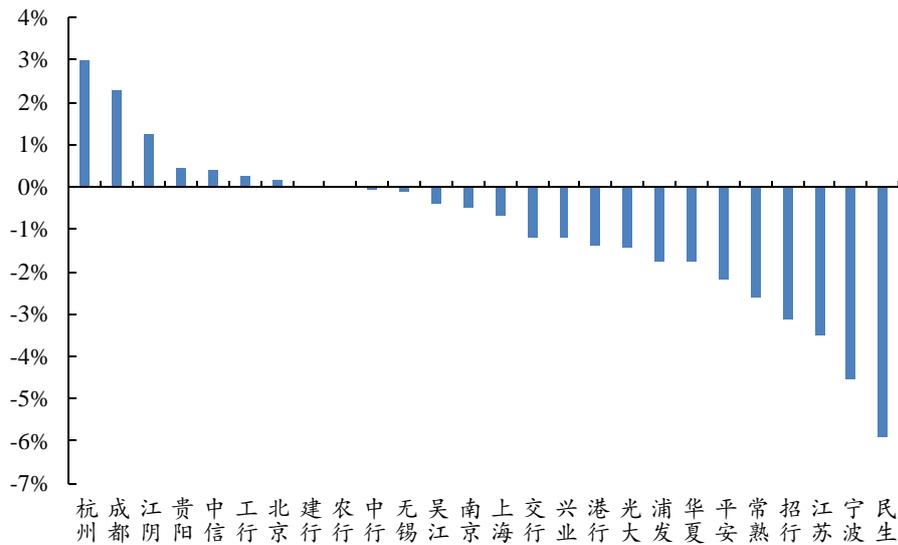
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：截至 2018 年 6 月末，上市银行非标资产占总资产比重



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

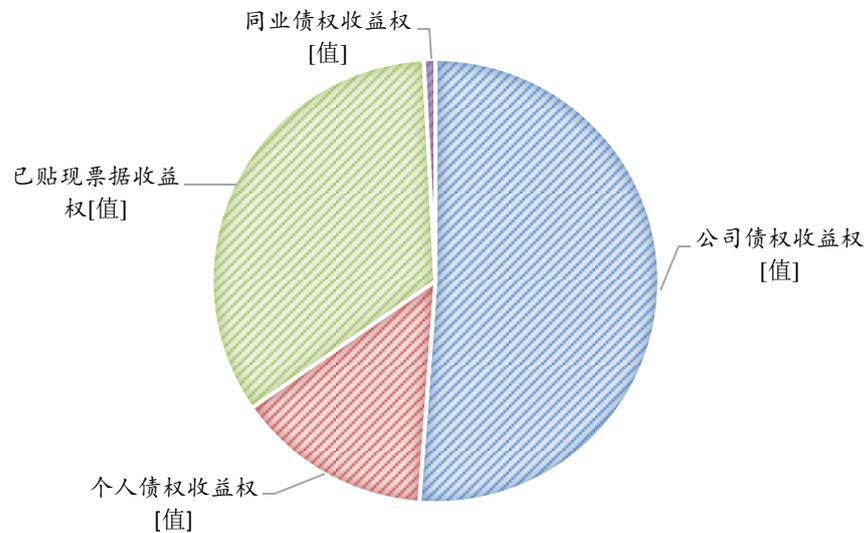
图 6：非标资产占比，2018 年 6 月末较年初变化情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

- 2) 从非标资产的投向来看，主要是信贷类资产。我们以招行为例，截至 2018 年 6 月末，招行信贷类自营非标占比 99.2%，其中，公司债权收益权占非标资产比重最高，为 51.16%，其次为已贴现票据收益权，占比为 33.83%，个人债权收益权占比为 14.18%。同业债权收益权占比 0.84%。

图 7：截至 2018 年 6 月末，招行非标资产结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

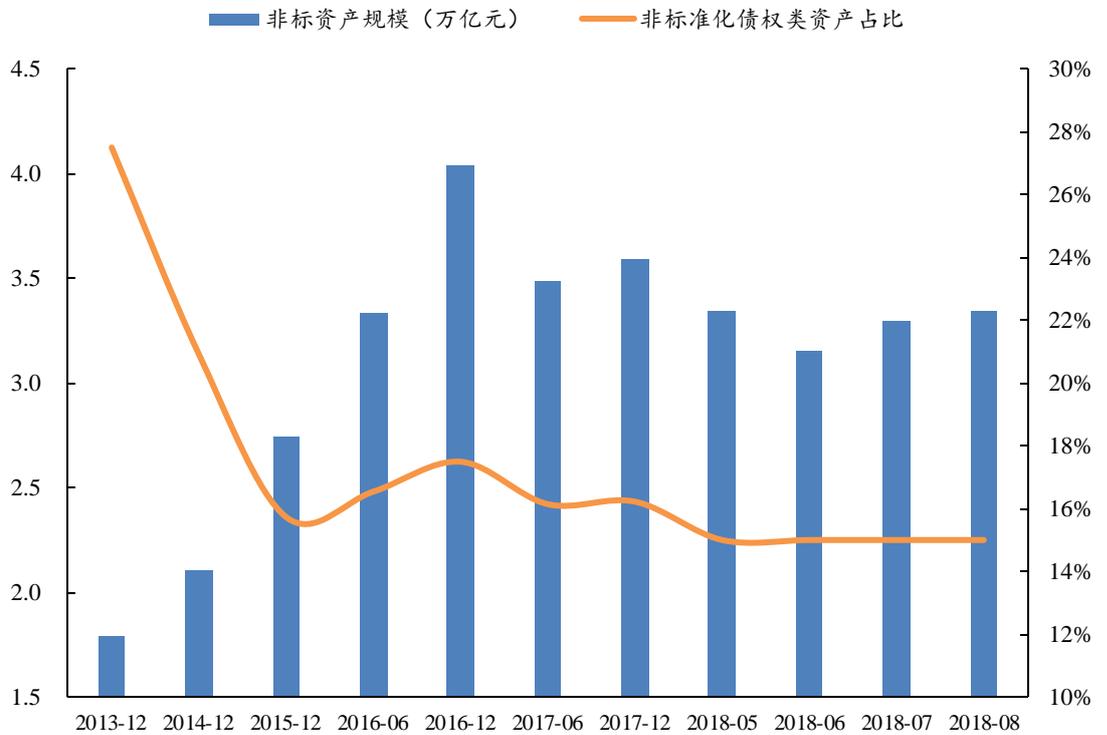
商业银行表外理财投资的非标资产约 3.35 万亿元，占表外理财资金的比重在 15%左右。截至 2017 年末，银行表外理财资金规模为 22.17 万亿元，非标投资规模约 3.60 万亿元，占比 16.22%左右；截至 2018 年 8 月末，表外理财规模为 22.32 万亿元，非标投资规模约 3.35 万亿元，占比为 15%左右。

- 1) 表外理财资金投资的非标资产规模和占比均在下降。2013 年，商业银行理财资金直接或通过非银行金融机构、资产交易平台等间接投资于“非标准化债权资产”业务增长迅速，理财资金投资的非标占比曾高达 27.49%；由于部分银行在业务开展中存在规避贷款管理、未及时隔离投资风险等问题，银监会出台了《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（简称 8 号文），并明确规定：理财资金投资非标准化

债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 之间孰低者为上限，于是各家银行开始逐步压降非标资产规模。

今年以来，在资管新规等一系列监管文件的影响下，表外理财资金投资的非标资产受到较大影响，上半年规模减少 4460 亿元，下降 12.40%。7 月以来，随着央行给资管新规打补丁，允许银行在过渡期内发老产品投新资产，表外非标投资规模有所企稳。

图 8：商业银行表外理财资金投资非标情况



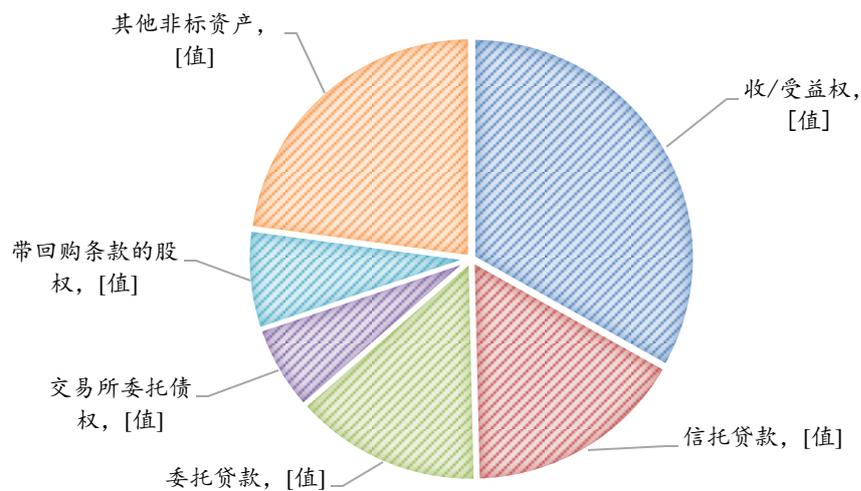
资料来源：Wind、银保监会、安信证券研究中心

备注：假设表外理财投资的非标资产占比与全部理财资金投资的非标资产占比一致

- 2) 从理财投资的非标资产结构来看，收/受益权占比最高。根据银行业理财信息登记中心发布的《中国银行业理财市场报告(2016 上半年)》，收/受益权占非标比重为 33.18%，其次为信托贷款，占比 16.45%，委托贷款占比 13.88%，交易所委托债权占比 6.31%，带回购条款的股权占比 6.31%。

备注：此处分析基于 2016 年 6 月末的数据；由于 2016 年 6 月之后，理财报告暂停披露非标资产的具体结构和行业投向，因此可能和最新的情况有差异。

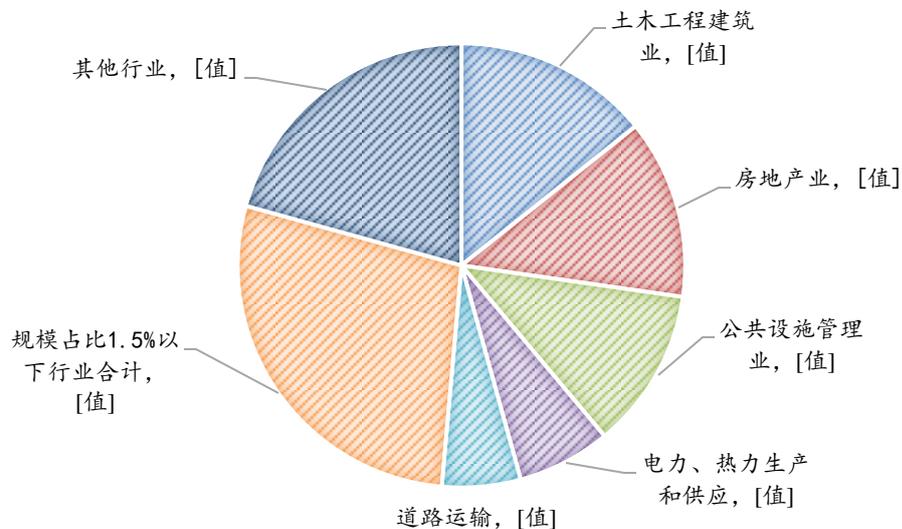
图 9：2016 年 6 月末，理财资金投资的非标资产结构



资料来源：Wind、安信证券研究中心

- 3) 从理财资金的投向来看，截至 2016 年 6 月底，投向实体经济的理财资金涉及国民经济 90 多个二级行业分类，其中规模最大的五类行业为：土木工程建筑业、房地产业、公共设施管理业、电力热力生产供应业和道路运输业等，前五类行业占比为 51.54%。

图 10：2016 年 6 月末，理财资金行业投向结构



资料来源：《中国银行业理财市场报告 (2016 上半年)》、安信证券研究中心

银行表内外投资非标资产的资本计提方法有所区别

- 1) **银行理财投资非标，只需计提操作风险资本。**根据银保监会于 2018 年 9 月 28 日颁布的《商业银行理财业务监督管理办法》：商业银行开展理财业务，应当按照《商业银行资本管理办法（试行）》的相关规定计提操作风险资本，操作风险加权资产为操作风险资本要求的 12.5 倍，其中操作风险资本为收入的一定比例（该比例为操作资本系数），
 - i. 商业银行采用基本指标法，应当以总收入为基础计量操作风险资本要求；操作风险资本系数为 15%。
 - ii. 商业银行采用标准法，应当以各业务条线的总收入为基础计量操作风险资本要求，资产管理作为单独的业务条线，操作风险资本系数为 12%。

- iii. 商业银行采用高级计量法，可根据业务性质、规模和产品复杂程度以及风险管理水平选择操作风险计量模型。
- 2) **银行自营投资非标，穿透计提资本。**根据银监会 127 号文规定，金融机构同业投资应严格风险审查和资金投向合规性审查，按照“实质重于形式”原则，根据所投资基础资产的性质，准确计量风险并计提相应资本与拨备。

3. 非标资产的融资主体

从上文可知，银行主要通过信托计划或资管计划对接非标资产。我们对信托业协会公布的数据进行分析，将资金信托对非金融企业的投资近似当作非标融资处理，可以发现：

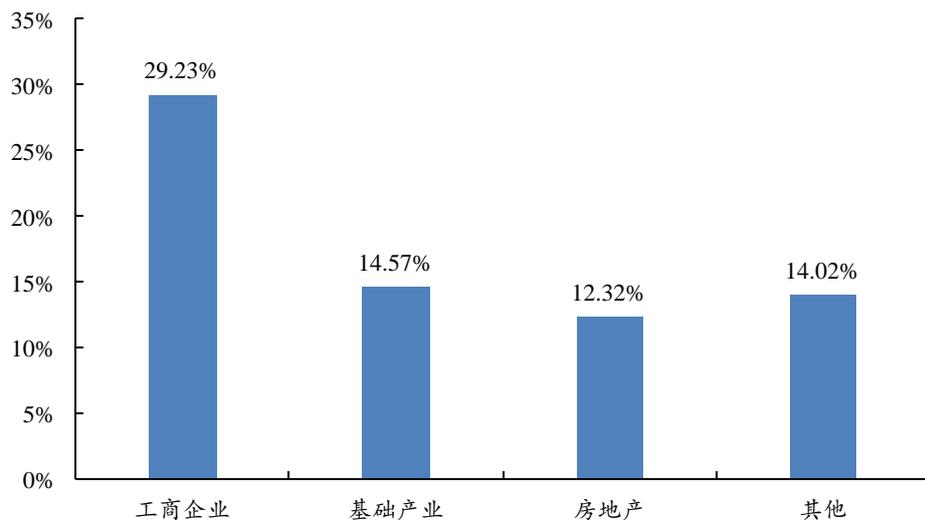
- 1) **政府融资平台、房地产是非标的主要融资主体。**信托资金的投向分为金融类、工商企业类、房地产类、基础产业类和其他。其中金融类资金信托主要是部分金融机构融资，或募集资金投向债券、股票基金等，不在本文讨论范围之内；

①工商企业类信托指信托资金的用途是为生产、服务和贸易等类型企业提供并购资金、流动资金以及项目资金的信托计划。该类信托计划可采用股权、债权以及夹层融资等多种方式运用信托资金。截至 2018 年 6 月末，信托资金投向工商企业的占比为 29.23%。

②基础产业类信托（主要是地方政府融资平台）是指将信托资金专门用于投资大型公共基础设施项目。信托公司通过发行信托计划，募集资金参与投资市政工程、公共设施、水务系统、道路交通或者能源通信等基础设施项目，一般采用信托贷款、股权投资合作开发等方式。其融资主体往往是具有高信誉等级或拥有政府背景的大型企业集团（地方政府融资平台）。截至 2018 年 6 月末，信托资金投向基础产业的占比为 14.57%，政府融资平台也成为非标最大的融资客户主体。

③房地产信托，是信托公司通过信托计划筹集资金，用于房地产开发项目，为委托人获取一定的收益。截至 2018 年 6 月末，信托资金投向房地产业的占比为 12.32%，房地产是非标第二大融资客户主体。

图 11：截至 2018 年 6 月末，资金信托对非金融企业的投向占比

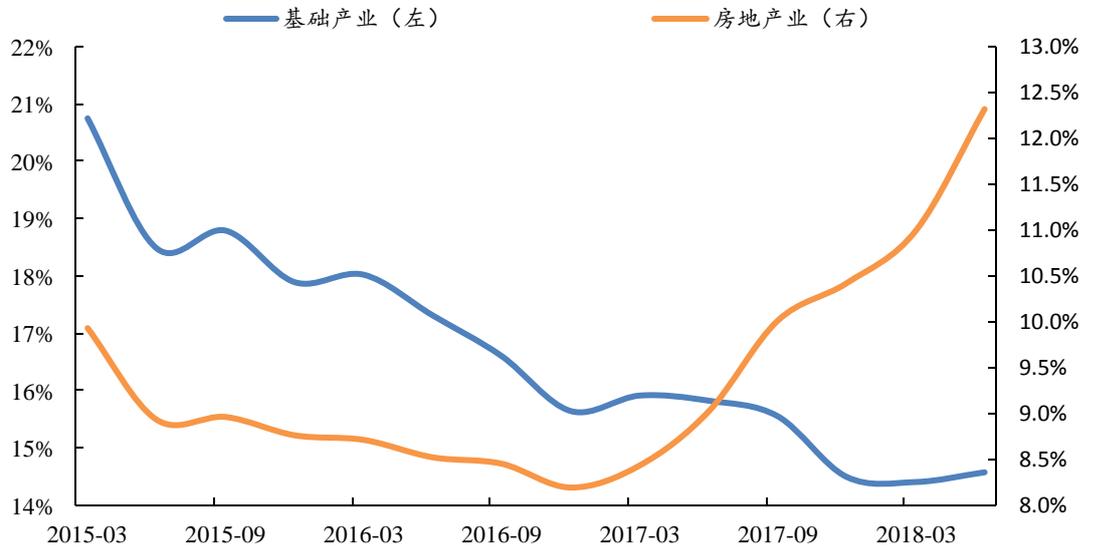


资料来源：Wind、安信证券研究中心

- 2) **房企非标融资持续增长，政府融资平台非标融资受限。**2015 年以来，地方政府融资平台通过信托融资的占比在逐渐下降，一方面，地方政府通过发行债券置换了一部分高息债务，包括非标；另一方面，近年地方政府融资平台融资逐渐收紧。无论是余额还是新增，基础产业在信托资金配置中的占比都在持续下降。

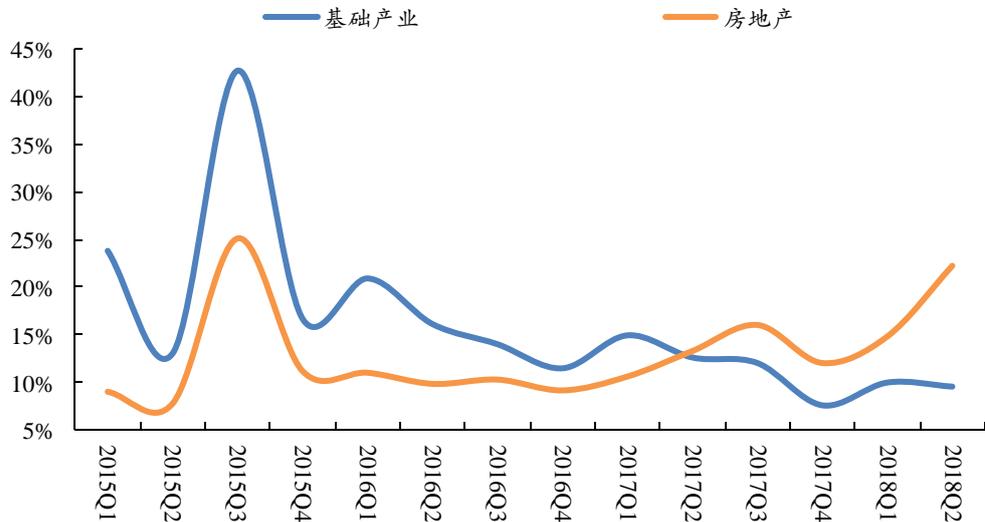
2017 年以来，房地产企业在非标融资中的占比逐渐上升，主要因为房企融资受到严格限制，“正规”渠道基本不可行，比如银行贷款、发债、股票融资等，因此信托凭借资金运用方面的灵活优势，在合规的前提下以多种形式开展房地产信托业务。房地产在今年新增信托资金配置中的占比不断提升。

图 12：2015 年以来，资金信托投向房企和地方政府融资平台的余额占比



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 13：2015 年以来，资金信托投向房企和地方政府融资平台当季新增金额占比



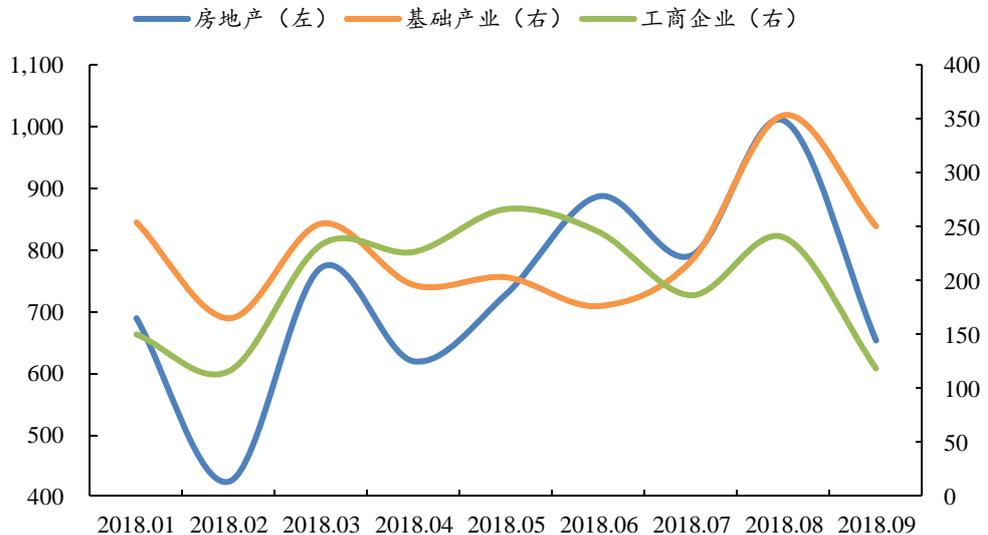
资料来源：Wind、安信证券研究中心

预计 9 月新增非标资产规模有所下降。根据用益信托网披露的数据，2018 年 9 月，新发行投向基础产业、房地产以及工商企业的信托规模为 1022 亿元，较 8 月份减少 581 亿元，环比下降 36.3%。其中，投向基础产业（主要是地方政府融资平台）减少 357 亿元，环比下降 35.3%；投向房地产领域减少 103 亿元，环比下降 29.1%；投向工商企业减少 121 亿元，环比下降 50.6%。

从非标融资利率来看，部分信托产品 9 月收益率也出现了较大幅度的回落。其中投向房地产领域的信托平均收益率环比下降 0.34pc，投向基础产业的信托平均收益率环比下降 0.06pc；投向工商企业的信托平均收益率环比上升 0.15pc。

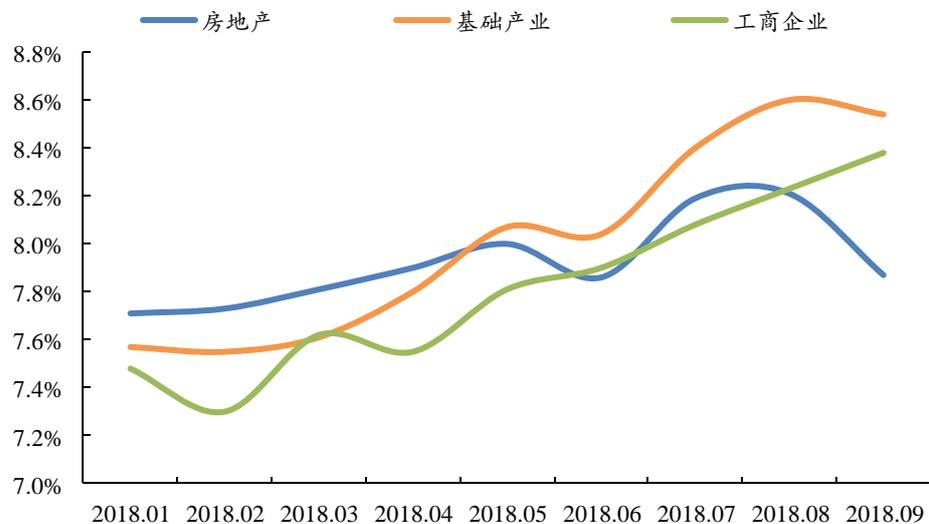
从9月信托的融资规模和发行利率来看，部分行业均有所下滑。一方面，可能与近期监管态势持续缓和，银行间流动性较为宽松，基础产业、房地产通过银行表内贷款或债券进行融资；另一方面，融资需求可能出现拐点。具体原因后续还需进一步观察。

图 14：9月新发行的各类信托产品规模均有所回落（单位：亿元）



资料来源：用益信托网、安信证券研究中心

图 15：2018年9月，投向房地产、基础产业的信托平均利率有所回落



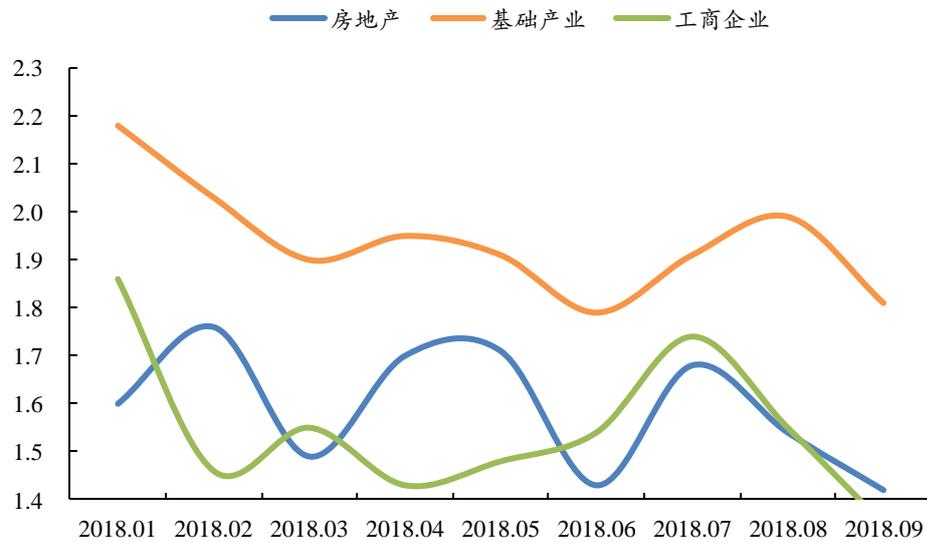
资料来源：用益信托网、安信证券研究中心

从非标融资期限来看，也并非全是长周期项目。目前市场普遍认为非标资产的久期比较长，在禁止理财资金期限错配背景下，非标资产规模会显著下滑。但从今年发行的信托产品平均期限来看，基础产业类信托由于主要投向大型基建项目或重大民生工程，期限相对较长，大部分期限为2年，也有1年期、3年期、4年期的产品，平均期限在2年左右。房地产类信托多为房企流动资金周转或短期项目建设，期限平均在1.5年左右；工商企业类信托多为流动资金周转，期限平均在1.5年左右。

7月20日央行出台资管新规补充通知，允许金融机构在过渡期内适当发行一部分老产品投资新资产，同时强调，所投资新资产的到期日不得晚于2020年底，即期限不到两年半。投资者担心非标资产期限比较长，该条款的放松并无实际意义，但从非标资产的期限来看，也并非全是长久期的，只要产品运作合适并且银行有投资意愿，银行理财资金是可以适当新增短

期限非标投资的。

图 16：2018 年以来，新发行的信托产品平均期限（年）



资料来源：用益信托网、安信证券研究中心

4. 非标资产的监管规定

表内自营投资非标主要受到流动性新规、规范银信合作通知的影响。

2017 年 12 月，银保监会发布《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》，2018 年 5 月发布了正式稿，对非标投资影响较大的内容主要有：

- 1) **流动性匹配率。**等于加权资金来源/加权资金运用×100%，非标资产被划入其他投资项，折算率为 100%，明显高于贷款、债券的折算率。流动性匹配率用来衡量商业银行主要资产与负债的期限配置结构，旨在引导商业银行合理配置长期稳定负债、高流动性或短期资产，避免过度依赖短期资金支持长期业务发展，提高流动性风险抵御能力。同时敦促银行回归核心存贷业务，压降同业业务和非标资产。

在我们调研过程中，部分银行表示由于受到流动性新规的影响，今年到期的非标不续做或者尽量减少新增非标的投资，主要做标准化资产；从监管的角度来说，并没有规定商业银行不能做非标业务，只是说从资金占用的角度对非标做出了很大的限制，要求一定的稳定负债来支持，尽量做到期限匹配。

图 17：流动性匹配率项目表

项目	折算率（按剩余期限）		
	≤3 个月	3-12 个月	>1 年
加权资金来源			
1. 来自中央银行的资金	70%	80%	100%
2. 各项存款	50%	70%	100%
3. 同业存款	0%	30%	100%
4. 同业拆入及卖出回购	0%	40%	100%
5. 发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
加权资金运用			
1. 各项贷款	30%	50%	80%
2. 存放同业 及投资同业存单	40%	60%	100%
3. 拆放同业及买入返售	50%	70%	100%
4. 其他投资	100%		
5. 由银行业监督管理机构视情形确定的项目	由银行业监督管理机构视情形而定		

资料来源：银保监会、安信证券研究中心

- 2) **净稳定资金比率**。等于可用的稳定资金/所需的稳定资金×100%。非标由于流动性较差，作为存在变现障碍的资产，折算系数同样为 100%，部分没有稳定资金来源、或非标投资比重较大的银行面临降低非标资产的压力。

图 18：净稳定资金比例折算表

可用稳定资金	可用稳定资金系数
监管资本，剩余有效期限在 1 年及以上的其他资本工具、借款和负债	100%
来自零售和小企业客户的稳定存款	95%
来自零售和小企业客户的欠稳定存款	90%
非金融企业提供的小于 1 年的融资、业务关系存款、公共部门提供剩余期限小于 1 年的融资	50%
以上所列之外的其他负债和权益	0%
所需稳定资金	所需稳定资金系数
现金、存放央行、剩余期限小于 6 个月的对央行债债权	0%
无变现障碍的其他一级资产	5%
向金融机构发放的剩余期限小于 6 个月的无变现障碍贷款	10%
向金融机构发放的其他剩余期限小于 6 个月的其他无变现障碍贷款、无变现障碍的 2A 资产	15%
无变现障碍的 2B 资产、向金融机构和中央银行发放的剩余期限为 6 个月到 1 年的贷款、业务关系存款	50%
剩余期限 1 年及以上、风险权重超过 35% 的无变现障碍的贷款	85%
存在变现障碍的期限在 1 年及以上的全部资产	100%

资料来源：银保监会、安信证券研究中心

2017 年 12 月，银保监会发布了《中国银监会关于规范银信类业务的通知》，对银行表内资金投资非标形成一定的影响，原先不合规的业务逐渐开始整改，包括纯通道业务，具体来看：

- 1) 对于银信通道业务，银行应还原其业务实质进行风险管控，不得利用信托通道掩盖风险实质，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定，不得通过信托通道将表内资产虚假出表。
- 2) 不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股市、产能过剩等限制或禁止领域。

表外理财非标投资主要受到委贷新规和资管新规的影响。

2018 年 1 月 5 日，银保监会发布了《商业银行委托贷款管理办法》，我们在调研中，也有银行表示以前有一些通过委托贷款走通道类的业务，受新规的影响就不能再做了。委贷新规对

非标的影在于:

- 1) 要求商业银行对委托资金来源合法性进行必要的审查,且明确了不得用于发放委托贷款的资金类型:受管理的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金、无法证明来源的资金。至此,银行理财资金委托商业银行发放委托贷款的业务模式被彻底禁止,部分非标资产的资金来源受到限制。
- 2) 规范委托贷款的资金用途。要求委托贷款资金用途应符合国家宏观调控和产业政策,有利于促进业务健康发展,防止资金脱实向虚。部分不合规的资金投向被要求整改。

2018年4月27日,央行等部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,明确了对非标投资的监管:

- 1) 资产管理业务不得承诺保本保收益,打破刚性兑付;
- 2) 严格非标准化债权类资产投资要求,禁止资金池;
- 3) 对理财资金投资非标采取期限匹配、限额管理等监管措施,引导商业银行有序压缩非标存量规模;
- 4) 消除多层嵌套,抑制通道业务。

但7月以来,监管层对非标监管的态势有所缓和。7月20日,央行出台了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》,对非标投资做出了补充说明:

- 1) 明确公募资产管理产品可以适当投非标,但应符合资管新规的规定;
- 2) 可以适当发行一部分老产品投资一些新资产,所投资新资产的到期日不得晚于2020年底;
- 3) 支持符合条件的表外资产回表;对于因特殊原因难以回表的非标,金融机构可以合理妥善处理。

虽然对非标整改和压降的大原则没有变,但央行补充通知确实缓和了表外融资快速下降的节奏。

5. 总结

非标资产不能一概而论。非标资产的产生,主要有三方面原因:

- 1) **商业银行信贷额度不足。**虽然央行自1998年便取消了对商业银行的信贷规模管控,但实际上,商业银行近年一直面临广义信贷和狭义信贷的双重考核。

部分中小银行在信贷规模不够用的情况下,只能通过银证、银信等业务合作模式,将自营资金或理财资金“绕道”对企业发放贷款,形成非标,但实际上这部分非标的业务流程和授信审批标准或许和自营贷款是一样的,并无实质风险。若未来需要回信贷表,央行必须相应放开信贷额度的管控。

- 2) **美化部分监管指标的需要。**此前监管层对银行的信贷业务、同业业务、理财业务的监管严格程度是由紧到松的,即便在商业银行信贷额度充足的情况下,仍有较强的动力进行资产腾挪,比如将一笔本应放在信贷业务中的资产“腾挪”至同业业务或理财业务,以此达到美化部分监管指标的目的。

这部分非标可能也是“合规”的,其中不乏比较好的项目,业务流程和授信审批标准或许和自营贷款也差不多,并无实质风险。未来若需回信贷表,央行必须相应放松部分监管要求,比如MPA考核、对银行再融资的约束等。

2014 年之后，银监会陆续对同业业务进行规范，按照“实质重于形式”的原则穿透到底层基础资产，从信贷业务“腾挪”至同业业务的获利空间已经越来越小了。

2018 年资管新规颁布之后，从信贷、同业“腾挪”至理财的获利空间也在缩小。

- 3) 违规流向监管禁止投向的领域。**这部分非标在表内也是禁止投资的，无法回信贷表，未来只能通过其他方式融资，但监管的本意就是希望“压降”这部分违规低效的融资需求。

未来监管的方向是非标资产的业务透明度向贷款看齐。任何资金的流转，一旦有嵌套行为，便会存在“灰色”地带，而对非标采取“一刀切”又可能会引发系统性金融风险。所以如何在现有监管框架下进行修正，确保金融系统平稳发展，同时发挥非标融资的正面效果是监管层的意图所在，具体措施包括：①引导银行表内资金规范对非标的投资，穿透至底层资产计提资本和拨备，禁止监管套利；②引导银行理财资金非标投资消除多层嵌套、禁止期限错配、净值化管理，向下穿透至底层资产，向上穿透至最终投资者。

风险提示：外部风险升级；宽信用落地情况显著低于预期

■

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ **分析师声明**

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ **本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ **免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034