数字金融追踪

央行支付新规会冲击互联网巨头吗？

增持（维持）

2021 年 01 月 24 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航
taozhh@dwzq.com.cn

事件：近期，央行先后发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》、《非银行支付机构客户备付金存管办法》，加强对非银行支付机构的监督管理。市场非常关注反垄断相关条例是否会冲击以支付为核心的互联网巨头？支付格局是否会改变？衍生的互联网金融服务会受到什么影响？

投资要点

■ **为什么发布非银行支付机构条例及备付金存管办法？**

①近十年来，支付宝与腾讯财付通推动第三方支付高速发展，并迭代创新，2010 年旧版《非金融机构支付服务管理办法》本身需要革新（表 1）。

②2020 年四季度以来，互联网巨头面临金融监管升级和平台反垄断两方面的政策约束。本次支付新规中的反垄断条例也可能直接影响两大互联网巨头的核心——支付业务，本质上也属于对互联网巨头全面监管的举措。

③针对支付机构的备付金（即用户暂存于支付宝、财付通等支付账户中的余额），其实早在 2017 年起就被纳入监管。2017 年以前，支付机构自主将客户备付金存入商业银行账户，沉淀资金获取高额利息，这曾经一度是支付机构的核心收入来源。但 2017 年以后，监管要求备付金逐步上缴央行，且前期不提供任何利息，2020 年起按年化利率 0.35%计息，但利率仍远低于 2017 年前。2019 年 1 月，备付金完成全面上缴，而本次出台的备付金存管办法只是完善制度，去年已经征求过意见，增量信息有限。

■ **支付新规中市场最关注的反垄断条例如何影响支付格局？**

支付新规首次具体提出了预警和认定“市场支配地位”（即垄断）的情形（表 2）。在预警情形下，央行可以与国务院反垄断执法机构商议对相关机构采取约谈等措施，而如果被认定为具备“市场支配地位”，央行可以向国务院反垄断执法机构建议采取停止滥用市场支配地位行为、停止实施集中、按照支付业务类型拆分该机构等措施。

不过，表 2 中列示的认定规则，相关市场份额的计算标准目前并不明确，例如，市场份额计算基于交易笔数还是金额？认定情形中的分母“电子支付”是否包含银行电子支付？但无论具体测算标准如何，考虑当前第三方电子支付市场的强垄断格局，支付宝与腾讯财付通显然是唯二的监管目标。根据易观数据统计，目前支付宝与财付通在第三方支付市场的交易金额份额分别达到 49.16%、33.74%，处于预警情形。

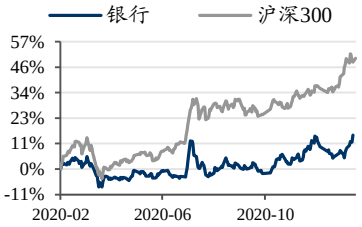
但是，我们认为反垄断政策最终的执行力度存在不确定性，一方面政策中明确提到需要与国务院反垄断执法机构商议、建议，另一方面也要充分考虑是否“滥用市场支配地位、严重影响支付市场健康发展”，由此判断大概率不会出现拆分支付宝、财付通等极端情形。本质上，此次政策的预警和提示意义更明显，未来实际执行中，央行及监管机构有很大的调节空间。

■ **由支付衍生的互联网金融正在被全面监管，未来还有哪些政策落地？**

我们此前强调，支付是互联网巨头最核心的商业环节。从去年蚂蚁集团的财务报表可以看出，虽然支付业务本身盈利有限，但其作为核心流量入口，蕴含着高含金量的场景与数据。发展互联网金融离不开支付入口。

不过，2020 年四季度以来，对互联网金融的全面监管涉及到贷款、存款、理财、保险、征信等业务（表 3），所有政策的核心围绕“同类业务、同类监管”，对互联网金融形成确定性冲击，利好传统商业银行等持牌金融机构。我们认为这是七年以来，竞争格局的天平首次向传统金融机构倾斜。本次支付新规中，强调支付机构不得从事授信类业务，这也呼应了此前央行提

行业走势



相关研究

1、《银行行业点评：银行业：2 万亿利润与 3 万亿不良处置》2021-01-23

2、《金融供给侧改革追踪：金融机构债委会制度：抱团抵御信用风险，强调打击逃废债！》2021-01-17

3、《零售金融追踪：如何理解央行放开信用卡利率区间管制？》2021-01-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

出部分平台以“支付嵌套信贷产品诱导消费”的不合理性，预计未来诸如花呗等互联网信贷产品在用户端，与支付环节的挂钩程度会降低，一定程度上影响推广效果。

此外，我们判断互联网贷款后续仍有政策出台，包括：①11 月 2 日征求意见的网络小贷新规（造成蚂蚁 IPO 搁浅）将正式落地；②针对 2020 年发布的《商业银行互联网贷款管理办法》，配套政策也可能出台，预计内容涉及对银行与互联网合作助贷业务的集中度管控、银行联合贷额度管控、异地放款额度管控等方面，互联网信贷监管仍在收紧；③针对互联网生态大数据在信贷业务中的使用合理性问题，数据确权可能有相关政策落实。

- **投资建议：银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，坚定推荐。**互联网金融的全面监管升级显然从竞争格局角度利好传统银行等持牌金融机构。当前时点：①银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，招商银行等头部银行上涨行情将持续，近期业绩快报及年报构成催化，重点推荐**招商银行、平安银行**。②建议前瞻性布局二季度贷款利率上行逻辑下，国有大行的上涨行情，重点推荐**建设银行**，尤其目前估值低至 0.57x2021PB、较 A 股折价 23%的港股。
- **风险提示：1）对金融科技的监管力度超预期；2）商业银行资产质量信用风险超预期；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。**

表 1：针对第三方支付的监管政策梳理

时间	政策	监管核心要求
2010/06	非金融机构支付服务管理办法，中国人民银行令【2010】第 2 号	首次定义非金融机构支付服务，并规范其行为
2010/12	非金融机构支付服务管理办法实施细则，中国人民银行公告【2010】第 17 号	基于《非金融机构支付服务管理办法》制定的业务实施具体规则
2012/09	支付机构预付卡业务管理办法，中国人民银行公告【2012】第 12 号	针对预付卡业务制定业务实施具体规则
2013/06	支付机构客户备付金存管办法，中国人民银行公告【2013】第 6 号	针对客户存储在支付机构的备付金制定存管规则
2015/04	非银行支付机构网络支付业务管理办法，中国人民银行公告【2015】第 43 号	针对网络支付业务制定业务实施具体规则
2017/01	中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知，银办发【2017】10 号	首次提出备付金逐步上缴至央行账户，且暂时不计利息
2017/03	支付机构将部分客户备付金交存人民银行操作指引，银办发【2017】45 号	基于《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》制定的具体操作指引
2018/06	中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知，银办发【2018】114 号	规定 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存
2018/11	关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知	2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，规定可以保留的账户除外
2020/01	央行重新对第三方支付机构备付金计息	按 0.35%的年利率支付利息，实行按季结息，此外需要从中计提 10%作为非银行支付行业保障基金
2021/01	非银行支付机构条例（征求意见稿）	根据新形势制定的非银行支付机构规范，首次提出反垄断约束
2021/01	非银行支付机构客户备付金存管办法，中国人民银行令【2021】第 1 号	根据新政策革新后的备付金存管规则

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所汇总

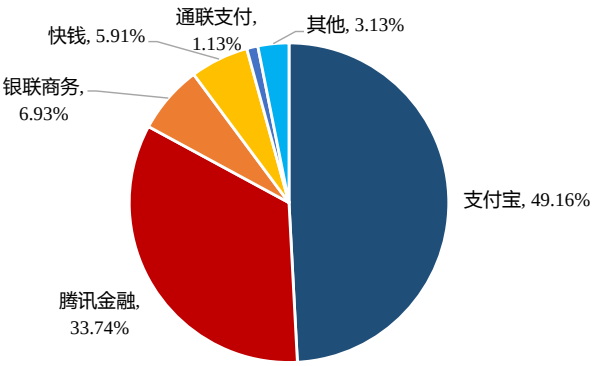
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：《非银行支付机构条例》对反垄断的认定标准

市场支配地位预警情形	市场支配地位情形认定
（一）一个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到三分之一； （二）两个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额合计达到二分之一； （三）三个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额合计达到五分之三	（一）一个非银行支付机构在全国电子支付市场的市场份额达到二分之一； （二）两个非银行支付机构在全国电子支付市场的市场份额合计达到三分之二； （三）三个非银行支付机构在全国电子支付市场的市场份额合计达到四分之三

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 1：2020Q2 中国第三方支付综合支付市场份额



数据来源：易观分析，东吴证券研究所

表 3：四季度以来针对互联网金融的一系列监管政策汇总

业务类型	监管政策
互联网信贷	央行及银保监会就《网络小额贷款业务管理暂行办法》公开征求意见
	中国人民银行关于《征信业务管理办法》公开征求意见
互联网财富管理	《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》禁止互联网渠道销售银行理财产品
	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》
	《互联网保险业务监管办法》
第三方支付	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》
	《非银行支付机构客户备付金存管办法》
平台反垄断	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》

数据来源：中国人民银行，银保监会，市场监管总局，东吴证券研究所汇总

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

