

## 行业研究

## 一文读懂金融控股公司

## ——对央行受理中信、光大成立金控公司申请的点评

## 要点

6月4日，人民银行网站发布消息称，已受理中国中信有限公司、中国光大集团股份公司设立金融控股公司的行政许可申请。这标志着自2020年9月《金融控股公司监督管理试行办法》（下称“《金控办法》”）下发以来，金融控股公司批设工作正在积极推进中，金控公司迈向持牌经营时代，后续更多金控公司有望相继落地。

**央行批设的金控公司涵盖哪些主体？**《金控办法》所称金融控股公司是依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司；适用于控股股东或实际控制人为境内非金融企业、自然人以及经认可的法人的金融控股公司。

广义上，我国金融控股公司可划分为两大类，一类是金融机构在开展本行业主营业务的同时，投资或设立其他行业金融机构，形成综合化金融集团，有的还控制了两种或两种以上类型金融机构，母公司成为控股公司，其他行业金融机构作为子公司；另一类是非金融企业投资控股两种或两种以上类型金融机构，事实上形成了金融控股公司。根据《准入决定》及《金控办法》相关界定，政策制定主要针对第二类金融控股公司。对于金融机构跨业投资控股形成的金融集团，即第一类金融控股公司，仍由金融监管部门实施监管并制定具体实施细则。

**中信和光大设立的金控公司有何差异？**根据央行网站披露，中信设立金融控股公司的申请人为中国中信有限公司，并将由中国中信有限公司持股100%；光大设立金融控股公司的申请人为中国光大集团股份公司，中央汇金持股63.16%，财政部持股33.43%。初步判断，中信和光大采用了不同的金控设立方式，即中信采用了集团下设金控公司方式，金控公司统筹相关业务板块；光大选择了集团层面直接设立金融控股公司方式。

**为什么要对金控公司实施监管？**近年来，金融控股公司发展较快，为满足各类市场主体多元化需求、服务经济发展发挥了积极作用。但也有少部分企业盲目向金融业扩张，风险不断累积。特别是2017年以来，在强监管的背景下，很多民营金融控股集团问题频发，一些长期掩盖的问题开始逐渐显现，主要体现为以下方面：一是中小金融机构公司治理薄弱；二是地方金融控股集团治理结构不合理；三是国有股东大型金控集团内外部股东利益或存在冲突。党中央、国务院高度重视，多次强调要规范金融综合经营和产融结合，统筹监管金融控股公司，补齐监管制度短板，防范金融风险。

《金控办法》整体延续了此前政策思路，一是补齐短板，将金融控股公司纳入统一监管；二是参照国际通行做法，需对金融控股公司依法准入和监管；三是立足实际，完善我国金融业分业经营、分业监管为主的格局。

**下一步监管思路分析。**监管将继续采取宏观审慎管理与微观审慎监管相结合的方式，按照实质重于形式原则，以并表监管为基础，对金融控股公司进行全面、持续、穿透监管，建立统筹监管机制。主要体现在以下方面：一是并表、关联交易等配套细则将落地；二是有序推进金控牌照批设，稳妥推进存量整改；三是增强金控集团整体风险管控，完善“防火墙”制度。

**风险分析：**受宏观经济环境影响，金控公司批设工作推进速度可能不及预期；在股权结构改造过程中，部分金控下属企业的管理层可能面临调整。

## 银行业

### 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

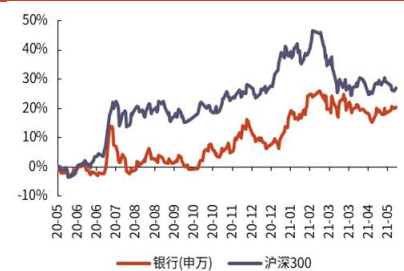
wangyf@ebcn.com

联系人：董文欣

010-57378035

dongwx@ebcn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

6月4日，人民银行网站发布消息称，根据《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》、《金融控股公司监督管理试行办法》等规定，受理了中国中信有限公司、中国光大集团股份公司设立金融控股公司的行政许可申请。这标志着自2020年9月《金融控股公司监督管理试行办法》下发以来，金融控股公司批设工作正在积极推进中，金控公司迈向持牌经营时代，后续更多金控公司有望相继落地。本文我们将围绕金融控股公司相关政策出台背景及监管主体、中信和光大设立金控的异同、后续监管的政策展望等内容进行分析。

## 1、央行批设的金控公司涵盖哪些主体？

近年来，习近平总书记、李克强总理等中央领导同志多次就金融控股公司监管问题作出重要指示和批示。2020年9月13日，国务院、央行相继发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》（以下简称《准入决定》）、《金融控股公司监督管理试行办法》（以下简称《金控办法》）。这是自2002年金融控股公司开始试点以来，首次正式明确关于牌照等相关监管要求。

### 1.1、《金控办法》正式对金控公司提出监管要求

《金控办法》遵循宏观审慎管理的理念，坚持总体分业经营为主的原则，**以并表为基础**，对金融控股公司实施全面、持续和穿透监管，**从制度上隔离实业板块和金融板块**，明确股东资质条件，加强资本管理，要求股权结构简明、清晰、可穿透，规范关联交易，完善公司治理和风险管理等。同时，对存量企业设置合理的过渡期安排，稳妥有序推进实施。《准入决定》及《金控办法》对金融控股公司实施市场准入管理，主要包括以下方面：

- **适用范围**：金融控股公司是指依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。《金控办法》适用于控股股东或实际控制人为境内非金融企业、自然人以及经认可的法人的金融控股公司。金融机构跨业投资控股形成的金融集团参照该办法监管政策标准，具体另行制定。
- **“金融机构”的定义**：主要以央行认定的金融机构为主，具体包括：1) 商业银行（不含村镇银行，下同）、金融租赁公司；2) 信托公司；3) 金融资产投资公司；4) 证券公司、公募基金管理公司、期货公司；5) 人身保险公司、财产保险公司、再保险公司、保险资产管理公司；6) 国务院金融管理部门认定的其他机构。消费金融公司、小贷公司、保理公司、融资租赁公司暂不在此列，但消费金融公司、融资租赁公司目前受银保监会监管，不排除未来纳入金融机构范围的可能。
- **应当申请设立金融控股公司的情形**：
  - 1) 控股或实际控制的金融机构中含商业银行，金融机构的总资产规模不少于5000亿元的，或金融机构总资产规模少于5000亿元，但商业银行以外其他类型的金融机构总资产规模不少于1000亿元或受托管理资产的总规模不少于5000亿元；
  - 2) 控股或实际控制的金融机构不含商业银行，金融机构的总资产规模不少于1000亿元或受托管理资产的总规模不少于5000亿元；
  - 3) 其他按照人民银行宏观审慎要求认为需要设立金融控股公司的情形。

表 1 《金融控股公司监督管理试行办法》关于金融控股公司界定、注册资本等主要规定

主要方面	具体内容
金融控股公司的定义	本决定所称金融控股公司，是指依照《中华人民共和国公司法》和本决定设立的，控股或者实际控制两个或者两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或者股份有限公司。
金融机构的定义	1. 商业银行（不含村镇银行，下同）、金融租赁公司； 2. 信托公司； 3. 金融资产管理公司； 4. 证券公司、公募基金管理公司、期货公司； 5. 人身保险公司、财产保险公司、再保险公司、保险资产管理公司； 6. 国务院金融管理部门认定的其他机构。
应当申请设立金融控股公司的规定情形	1. 控股或者实际控制的金融机构中含商业银行的，金融机构的总资产不少于人民币 5000 亿元，或者金融机构总资产少于人民币 5000 亿元但商业银行以外其他类型的金融机构总资产不少于人民币 1000 亿元或者受托管理的总资产不少于人民币 5000 亿元； 2. 控股或者实际控制的金融机构中不含商业银行的，金融机构的总资产不少于人民币 1000 亿元或者受托管理的总资产不少于人民币 5000 亿元； 3. 控股或者实际控制的金融机构总资产或者受托管理的总资产未达到上述第一项、第二项规定的标准，但中国人民银行按照宏观审慎监管要求认为需要设立金融控股公司。
注册资本	实缴注册资本额不低于 50 亿元人民币，且不低于直接所控股金融机构注册资本总和的 50%
其他主要要求	以并表管理为基础，对并表范围内的公司治理结构、整体资本和杠杆水平、关联交易、整体风险敞口等方面进行全面持续管控； 金融控股公司应当具有简明、清晰、可穿透的股权结构，实际控制人和最终受益人可识别，法人层级合理，与自身资本规模、经营管理能力和风险管控水平相适应； 金融控股公司所控股金融机构不得反向持有母公司股权。金融控股公司所控股金融机构之间不得交叉持股； 同一投资人及其关联方、一致行动人，作为主要股东参股金融控股公司的数量不得超过两家，作为控股股东和实际控制人控股金融控股公司的数量不得超过一家。

资料来源：光大证券研究所根据《金融控股公司监督管理试行办法》整理

## 1.2、政策主要针对非金融企业主导的金融控股公司

根据人民银行发布的《中国金融稳定报告（2018）》，我国金融控股公司可划分为两大类，一类是金融机构在开展本行业主营业务的同时，投资或设立其他行业金融机构，形成综合化金融集团，有的还控制了两种或两种以上类型金融机构，母公司成为控股公司，其他行业金融机构作为子公司；另一类是非金融企业投资控股两种或两种以上类型金融机构，事实上形成了金融控股公司。根据《准入决定》及《金控办法》相关界定，政策制定主要针对第二类金融控股公司。对于金融机构跨业投资控股形成的金融集团，即第一类金融控股公司，仍由金融监管部门实施监管并制定具体实施细则。

表 2 我国金融控股公司的主要类别

金融控股公司类别	细分领域	代表性公司示例
第一类金融控股公司		如工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行等大型银行均已拥有基金、金融租赁、保险子公司；平安集团、中国人寿、中国人保均已投资银行、基金、信托公司
第二类金融控股公司	1) 国务院批准的支持国家对我开放和经济发展的企业集团，投资控股了不同类型金融机构	如中信集团、光大集团均为中央管理的国有独资企业，旗下拥有银行、证券、基金、保险、期货等金融机构及实业
	2) 地方政府批准设立的综合性资产投资运营公司，参控股本地的银行、证券、保险等金融机构	如天津泰达集团、上海国际集团、北京金控集团等
	3) 中央企业集团母公司出资设立、专门管理集团内金融业务的资产运营公司	如招商局、国家电网、华能集团分别设立了招商局金融集团、英大国际控股集团、华能资本服务公司，对原属母公司的金融机构履行出资人管理职责
	4) 民营企业和上市公司通过投资、并购等方式逐步控制多家、多类金融机构	如明天系、海航集团、复兴国际、恒大集团等
	5) 部分互联网企业在电子商务领域取得优势地位后，逐步向金融业拓展，获取多个金融牌照并建立综合化金融平台	如阿里巴巴、腾讯、苏宁云商、京东等

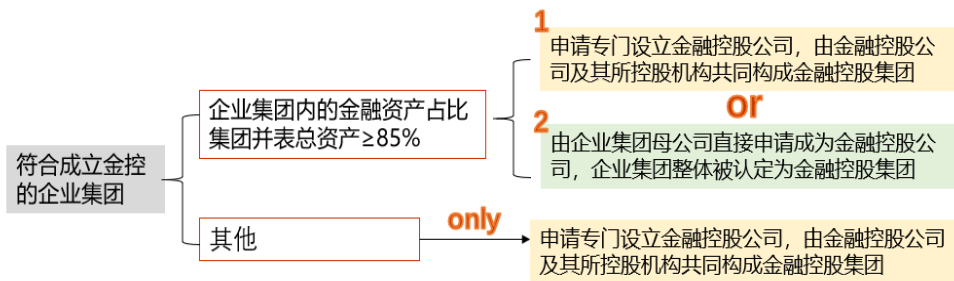
资料来源：《中国金融稳定报告（2018）》，光大证券研究所整理

## 2、中信和光大设立的金控公司有何差异？

根据《金控办法》，“如果企业集团内的金融资产占集团并表总资产的比重达到或超过 85%的，可申请专门设立金融控股公司，由金融控股公司及其所控股机构共同构成金融控股集团；也可按照本办法规定的设立金融控股公司的同等条件，由企业集团母公司直接申请成为金融控股公司，企业集团整体被认定为金融控股集团，金融资产占集团并表总资产的比重应当持续达到或超过 85%”。

根据人民银行公告，中信设立金融控股公司的申请人为中国中信有限公司，并将由中国中信有限公司持股 100%；光大设立金融控股公司的申请人为中国光大集团股份公司，中央汇金持股 63.16%，财政部持股 33.43%。初步判断，中信和光大采用了不同的金控设立方式，即中信采用了集团下设金控公司方式，金控公司统筹相关业务板块；光大则选择了集团层面直接设立金融控股公司方式。

图 1：符合成立金控的企业集团成立金控的模式选择



资料来源：光大证券研究所根据《金融控股公司监督管理试行办法》绘制

## 3、为什么要对金控公司实施监管？

近年来，金融控股公司发展较快，为满足各类市场主体多元化需求、服务经济发展发挥了积极作用。但也有少部分企业盲目向金融业扩张，风险不断累积。党中央、国务院高度重视，多次强调要规范金融综合经营和产融结合，统筹监管金融控股公司，补齐监管制度短板。

### 3.1、野蛮生长环境下，金控公司乱象丛生

我国金融控股公司试点起源于 2002 年，在金融业综合经营和产融结合背景下，多种形式的金融控股公司快速发展，一定程度上推动了资源整合和共享，但与之伴生的，亦有监管缺位下，金控公司盲目扩张和不规范发展也引致了关联交易、监管套利、资本失真、脱实向虚等风险，对经济和金融运行产生诸多负面影响。特别是 2017 年以来，在强监管的背景下，很多民营金融控股集团问题频发，一些长期掩盖的问题开始逐渐显现，主要体现为以下方面：

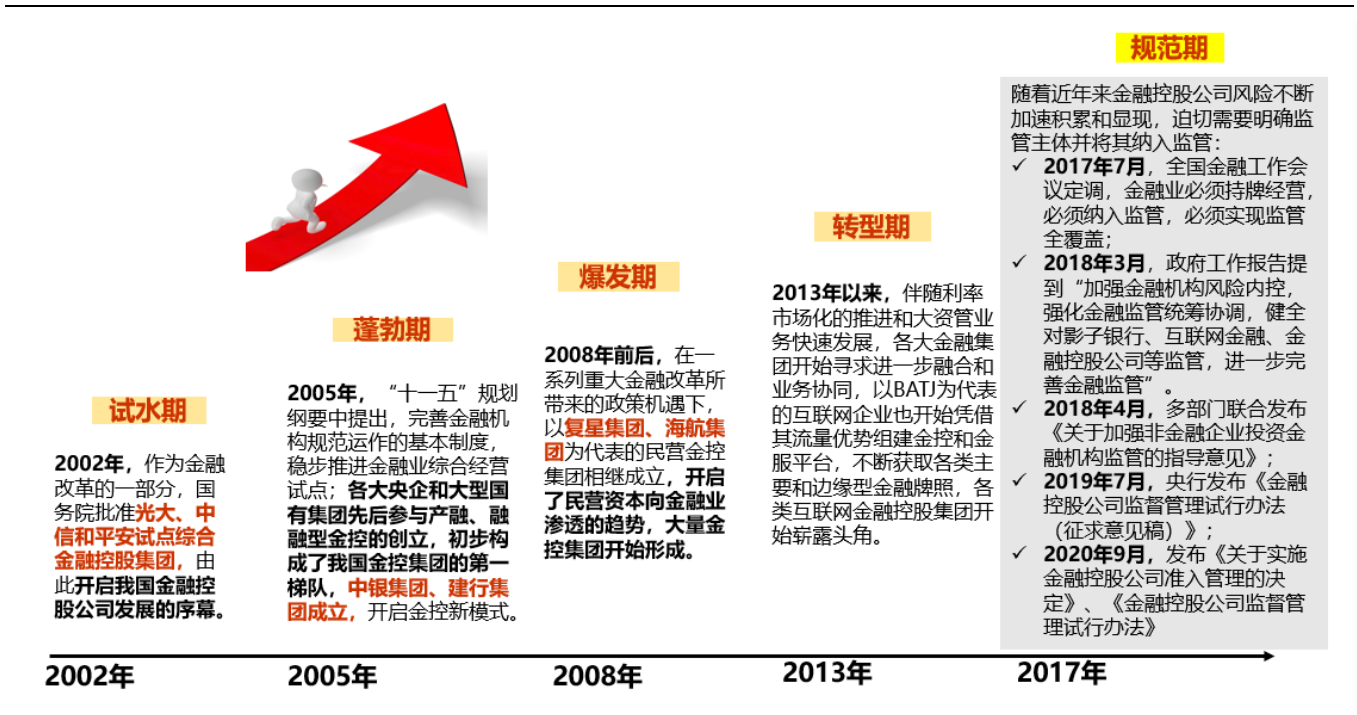
1) **中小金融机构公司治理薄弱。**在金控集团发展过程中，出现少部分非金融企业向金融业盲目扩张，组织架构复杂、隐匿股权架构，交叉持股、循环注资、虚假注资，利用关联交易隐蔽输送利益、套取金融机构资金等（如明天系、安邦系），导致损害股东及人民经济利益的情况发生。



2) **地方金融控股集团治理结构不合理。**地方金控虽然体量不大，但股权结构异常复杂，往往存在同一实际控制人控制多家金融控股集团，金融控股集团控制另一家金融控股集团等复杂的股权结构和较长的控股链条。股权结构复杂，导致严重的多重代理、信息不对称问题，削弱了公司治理与管控能力。

3) **国有股东大型金控集团内外部股东利益或存在冲突。**国有股东大型金控集团控股金融机构受补充资本需要，往往需要通过上市、引入外部股东等多种途径进行融资。内外部股东之间存在利益冲突，子公司间难以达到真正共享客户、品牌、渠道、资金、信息等资源；交叉创新、交叉销售等关联交易可能面临“利益输送”等指责而难以实施；风险管理、IT 系统难以真正实现垂直一体化。

图 2：我国金融控股公司简要发展历程



资料来源：光大证券研究所根据财新网、人民银行网站等公开资料整理

### 3.2、 补齐金控监管短板，防控金融风险

随着近年来金融控股公司风险不断加速积累和显现，迫切需要明确监管主体，出台监管规则，将其纳入监管。2017年7月全国金融工作会议定调，金融业必须持牌经营，必须纳入监管，必须实现监管全覆盖。2018年3月，政府工作报告提到“加强金融机构风险内控，强化金融监管统筹协调，健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管，进一步完善金融监管”。2018年4月，多部门联合发布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》；2019年7月，央行发布《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》。《金控办法》整体延续了此前政策思路，进一步补齐了监管短板，主要基于三方面考虑：

**一是补齐短板，将金融控股公司纳入统一监管。**金融控股公司历经快速发展在我国已较为普遍，但此前金融控股公司尚未整体纳入监管。监管空白的存在助长行业滋生了一些乱象，如少部分非金融企业向金融业盲目扩张，组织架构复杂、隐匿股权架构，交叉持股、循环注资、虚假注资，还有少数股东干预金融机构的经营，利用关联交易隐蔽输送利益、套取金融机构资金（如明天系、华信系、安邦系等）。

二是参照国际通行做法，需对金融控股公司依法准入和监管。2008年金融危机后，主要经济体更加强调审慎监管，降低金融控股公司风险的复杂性、传染性和集中性，并提高了对资本充足、公司治理、风险隔离等监管标准。

三是立足实际，完善我国金融业分业经营、分业监管为主的格局。将非金融企业投资形成的金融控股公司整体纳入监管，从制度上隔离实业板块与金融板块，有利于防范风险跨机构、跨行业、跨市场的传染。

## 4、下一步监管思路分析

下一步监管将继续采取宏观审慎管理与微观审慎监管相结合的方式，按照实质重于形式原则，以并表监管为基础，对金融控股公司进行全面、持续、穿透监管，建立统筹监管机制。主要体现在以下方面：

**一是并表、关联交易等配套细则将落地。**《准入决定》及《金控办法》只是初步搭建了金控公司的政策框架，后续将制定包括并表、关联交易、资本等细则，形成有效的整体风险防控机制。以并表监管为基础，强化关联交易监管，着眼于集团总体来加强资本充足率监管，防范资本重复使用，金融控股公司需在必要时承担注资责任，并通过设置资产负债率相关要求，严格控制债务风险。

**二是有序推进金控牌照批设，稳妥推进存量整改。**随着中信和光大两家成立金控的申请正式受理，后续央企集团、地方政府金控、大型民企及互联网金控等细分领域的金控公司批设预计也将逐步推进。当前部分存量企业具备金控特征和设立情形，但内部股权结构等尚不完全符合规定，监管将借助过渡期设置，对存量企业分类施策，推动政策平稳实施。预计部分企业看重金控牌照价值，通过股权结构、公司治理、风险管控等方面的合理改造，申请成立金控公司；也会有部分企业集团选择通过出售股权或者主动压降资产规模等方式，使自身不被纳入金控监管范畴。

**三是增强金控集团整体风险管控，完善“防火墙”制度。**结合金融稳定报告来看，监管要求金融控股集团根据组织架构、业务规模、复杂程度等，建立统一全面的风险管理体系。统一确定对各类风险的风险容忍度和风险限额，在并表基础上管理风险集中度与大额风险暴露，统筹管理集团的对外授信。此外，完善风险“防火墙”制度，对金融控股公司及其控股金融机构间、金融机构与非金融机构间建立风险隔离制度。对集团内部的交叉任职、信息共享以及共用营业设施、营业场所和操作系统等行为予以规范。

## 5、风险提示

受宏观经济环境影响，金控公司批设工作推进速度可能不及预期；在股权结构改造过程中，部分金控下属企业的管理层可能面临调整。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE