

2015-01-19

严控表外融资，限制债权融资入市

——01月16日银监会《商业银行委托贷款管理办法（征求意见稿）》点评

事件：

1月16日银监会发布《商业银行委托贷款管理办法（征求意见稿）》，禁止将银行授信资金作为委托贷款资金来源，禁止金融资产管理公司和具有贷款业务资格各类机构成为委托人，并规定商业银行受托发放的贷款不得用于从事债券、期货、金融衍生品、理财产品、股本权益等投资。

解读：

一、现有委托贷款是资金很大程度没有发挥初衷作用

1月15日，央行公布2014年货币金融数据显示，12月社会融资规模1.69万亿，其中新增人民币贷款6,973亿，其中2014年12月新增委托贷款和新增信托贷款分别达到4,582亿和2,102亿，银行贷款几乎没有新增。而委托贷款以现行的模式可以流入资本市场或使银行承担实质的信用风险。

目前委托贷款参与人有以下几类：委托人包括政府、企业、个体工商户、个人以及基金公司、保险公司、投资管理公司（除4大资产管理公司），但不能是银行和信托。受托人包括商业银行、财务公司（只能办理集团成员内部的委托贷款），信托公司。中介业务，不承担信用风险。借款人包括企业、个体工商户、自然人（比如住房公积金委托贷款）等。

主要有三种模式：一是银行作为中介的实质意义的委托贷款，资金来自委托人的自有资金，且委托人与借款人无关联关系。二是同一集团下的关联企业之间以银行或者财务公司委托贷款，比如集团中信用资质好的公司可以较低成本地获得银行贷款或者发行债券，再以委托贷款形式，为关联企业提供资金；或上市公司大股东

结论:

- 初衷是将委托贷款拉回实质，限制债权融资入市
- 将对非标和委贷融资产产生冲击，宽信用的货币政策出台可能性和必要性增加
- 对股市而言将上涨模式由快牛切换至慢牛，基本面基础有望坚实，利好长期上涨

在证券公司、信托公司质押股票获得融资，在通过委托贷款形式提供资金。三是银行表内自营或者表外理财资金借道证券公司、基金子公司等设立资管计划，募集资金来源为银行表内自营或者表外理财，募集资金投向房地产、地方融资平台等能接受高成本融资的领域或进入资本市场。由于银行会与证券公司、基金子公司签订“抽屉协议”，银行承担了实际的信贷风险。

资金来源包括：自有资金、银行贷款/信托贷款、发行债券、股权质押融资、银行自营资金以及机构资金（比如银行理财）。而 2013 年起委托贷款获得快速发展，对应的是证券公司、基金子公司的资管业务的大爆发，显示委托贷款以模式三的形式运营在过去两年得到迅速发展（见图 1、图 2）。

资金流向：委托贷款和信托贷款虽然在法律意义上有严格的区别（最大的区别是，委托贷款中受托人不承担信用风险，但信托贷款中信托承担信贷风险），但在模式三种两者类似。参考信托贷款的资金流向判断委托贷款的资金流向，随着 14 年股债双牛，信托贷款占比逐渐下降，而“交易性金融资产投资”“可供出售及持有至到期投资”占比上升（注：通过信托计划投资资本市场的理论上不算做信托贷款，而是计入“交易性金融资产投资”“可供出售及持有至到期投资”“长期股权投资”），这其中还不包括可能存在的理财资金通过伞形信托等投资两融业务，委托贷款情况应与其类似（见图 3、图 4）。

二、对非标和委贷融资带来冲击，货币政策进一步宽松的需求更加迫切，可行性也提升

对委托贷款和非标融资有较大冲击。意见稿明确规定银行严禁接受下述资金发放委托贷款：银行授信资金、发行债券筹集的资金、筹集的他人资金等。这相当于将委托贷款的资金来源限定为委托方自有的资金（非债务资金），这对以外部债务融资为委托资金来源的模式三以及部分模式二进行了禁止。这意味着过去两年委托贷款主要以银行表内自营或者表外理财资金借道证券公司、基金子公司等运营的模式将受到较大的冲击，正式出台后委托贷款大概率将会出现明显的下降。虽然委托贷款的需求或转移至信托贷款，但是信托贷款不能完全对冲委贷的收缩，整体非标融资将会继续下降。这是因为银信合作这两年一直受到严格的监管，信托贷款需要受到信托公司资本约束的限制，同时14年以来由于信托违约事件频出，信托公司风险偏好已经明显下降，所以信托贷款的供给难以明显释放。

该意见稿同14年监管层的措施一脉相承，也将产生同样的减少社会融资供给的效果，稳增长，和降低社会融资成本，更需要广义流动性的宽松，货币政策进一步引导信用宽松的必要性进一步提高。

将债务融资进入资本市场途径堵住，提高了进一步宽松政策出台的可能性。意见稿明确规定委托贷款禁止从事债券、期货、金融衍生品、理财产品、股本权益等投资，且禁止金融资产管理公司和具有贷款业务资格的各类机构成为委托人，即防止债务融资进入资本市场。此前降息后资金集中流入股市带来大涨让央行货币政策陷入两难，现在此政策将有力与引导宽松政策的增量资金更多流向实体经济，实质带动融资成本下行，进一步提升了央行出台宽信用政策的可能性。

三、对股市而言将上涨模式由快牛切换至慢牛，基本面基础有望坚实，利好长期上涨

短期内前期通过委贷入市的增量资金可能回流，对股市带来一些波动和冲击，但结合证监会加强监管两融业务的政策来看，一方面为央行进一步宽信用做了政策辅助，有利于宽松政策加快出台；另一方面资金流入实体经济有利于提升经济和企业基本面表现，对股市长期利好提供更好支撑。

图 1: 委托贷款



图 2: 证券公司定向资管业务

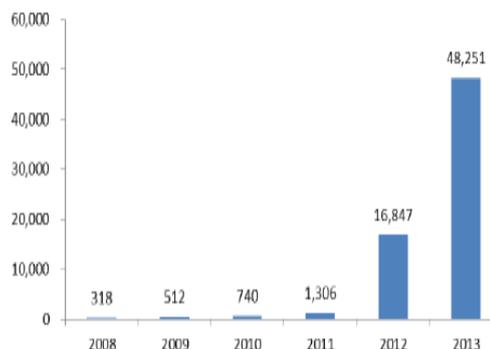


图 3: 信托贷款投向

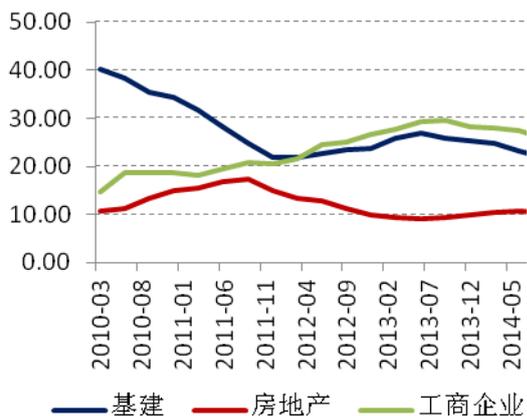
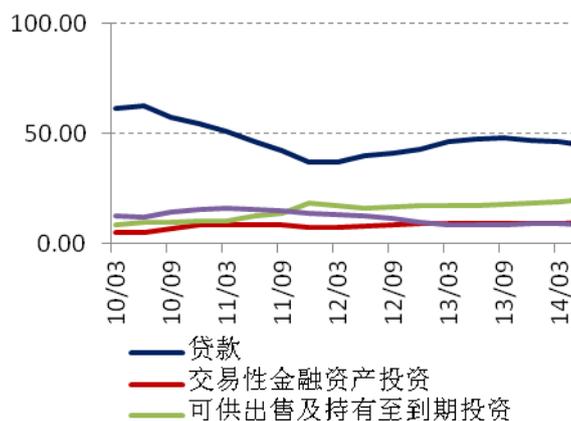


图 4: 信托资金运用



如无特别说明，以上所有原始数据来源为 Wind。

重要提示:

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的產品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn