数字金融追踪

二次约谈蚂蚁，有哪些新的监管要点？

增持（维持）

2021 年 04 月 13 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：我们在 2 月 20 日针对互联网贷款新规的点评报告中预判，下一步的监管将围绕两个核心方向：i）巨头整体设立金控平台；ii）大数据征信合规经营。4 月 12 日，央行发布了新一轮约谈蚂蚁集团的情况，集中梳理了目前仍需整改的一些要点。

核心结论：①限制“支付为信贷引流”模式，我们预计将影响互联网贷款增速。②整体申设金控公司，后续应关注资本补充的具体要求。③持牌开展大数据征信业务，我们预计将对互联网助贷模式产生变革性影响。④主动压降余额宝，我们认为是本轮约谈相对超预期的监管要求。⑤我们判断，两次约谈提及的监管要点已基本形成闭环，未来需严格落实，预计不再有额外的监管要点。

投资要点

■ **要点 1：纠正“支付嵌套信贷”等违规行为，断开支付宝与“花呗”、“借呗”等其他金融产品的不当连接。**

尽管市场对此预期不足，但其实早在 2019 年 11 月，央行副行长范一飞就曾公开表示“要警惕围绕支付大搞金融产品的嵌套”，2020 年 9 月又再度提出“部分机构将支付与信贷等其他金融业务交叉嵌套，形成闭环，难以被穿透监管，极易引发跨市场风险”。由此可见，规范互联网平台通过支付为贷款产品引流，是监管层由来已久的思路。

宏观层面，我们认为监管思路的背景，是决策层有意控制近年来快速上行的居民杠杆率。我们前期在分析四季度货币政策报告时明确提到，目前我国居民债务风险总体可控，但宏观空间已经不大，中短期内“不宜依赖消费金融扩大消费”，我们判断消费金融市场增速将趋于平稳。

微观层面，我们判断监管要求会制约相关互联网贷款产品的增速，但考虑目前已有诸多政策制约互联网贷款，我们认为无需过度担忧边际影响。诸如“花呗”、“借呗”等互联网消费贷款产品，过去与支付环节紧密关联，从使用体验角度的确非常便利，但客观上也加速了居民“杠杆消费”，未来关联度降低后，消费者“借钱消费”的频率和金额可能回落。

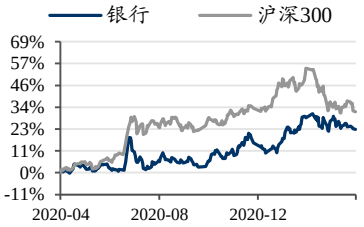
■ **要点 2：蚂蚁集团整体申设为金融控股公司，所有从事金融活动的机构全部纳入金融控股公司接受监管。**

我们认为，整体申设金控公司完全符合预期，因为早在 2018 年，监管层就已将蚂蚁列为 5 家试点金控监管的集团之一，彼时连《金融控股公司监督管理试行办法》都尚未出台。与市场普遍的预期差在于，此前蚂蚁多次表态将以旗下浙江融信为主体申设金控公司，而不是将集团整体设为金控，但我们认为该方案不符合“将所有金融活动都纳入监管”的核心导向。

那么作为金控集团，该满足哪些监管要求？由于针对金控公司的具体监管指标尚未全部出台，我们初步判断，核心监管指标将围绕“资本”和“关联交易”两个方向。对于资本，借鉴对大型商业银行的监管理念，通常要求达到比普通金融机构更高的资本充足率；对于关联交易，金控集团体系内不同条线的风险隔离管控将更严苛，主要防止风险交叉传递。

其他大型互联网平台未来是否也会被列为金控？根据《金融控股公司监督管理试行办法》，金控定义是控股或实控两个或以上不同类型的金融机构（表 1），例如蚂蚁控股了天弘基金和国泰财险。对腾讯而言，旗下金融牌照丰富，但是否符合金控定义仍需监管认定，其参股的微众银行虽然拥有实控权，但支付等其他金融业务资质并未在认定规则中被明确。

行业走势



相关研究

1、《零售金融追踪：重要政策：央行全面规范个人贷款利率展示》2021-04-01
2、《2021/02 社融&金融数据点评：信贷连续放量，下一步看贷款利率回升！》2021-03-10
3、《银行行业点评：贷款利率上行？逐条解析银保监发布会说了啥》2021-03-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **要点 3：打破信息垄断，严格落实《征信业管理条例》要求，依法持牌经营个人征信业务。**

征信是互联网贷款业务中最重要的监管环节之一，也是目前仍未充分明确规则的监管点。最近几年互联网贷款高速发展，根本源于互联网巨头掌握着“流量+风控”两大信贷业务最核心环节，而风控的背后就是大数据征信。从监管角度，互联网巨头在业务实操中承担了征信职能，且征信能力强于传统金融机构，但却没有个人征信牌照，同时对居民隐私信息的获取、使用、保存等方面也存在合规漏洞。因此，2021 年 1 月发布的《征信业务管理办法（征求意见稿）》要求必须持牌经营个人征信业务，意味着在互联网助贷模式中，互联网平台如果提供“评估客户风险”的功能，就必须持有征信牌照，或者将该功能交由持牌机构来提供。

根据蚂蚁回应监管约谈的公告，整改方案是蚂蚁将申设一家新的征信机构，未来由该机构提供信贷征信服务。我们判断，该机构未来将获得个人征信牌照，并且蚂蚁生态内与信贷相关的数据可能注入该征信数据库。

对于其他中小互联网助贷平台，由于目前对于征信行为及大数据合规性的具体认定规则尚未完全明确，影响仍需观望。但我们判断，未来所有互联网助贷平台都将受到征信新规和互联网贷款政策的约束，合规模式应包括：①互联网平台单纯为金融机构引流，不提供任何风险评估功能，仅收取流量费用；②提供征信服务，但持牌或者与持牌机构合作；③获取金融牌照，和其他金融机构联合放贷。对于目前市场上存在的，不持牌但却向出资方引流+提供风险评估服务的助贷平台，我们预计未来需要整改。

■ **要点 4：认真整改违规信贷、保险、理财等金融活动，主动压降余额宝余额。**

对于互联网贷款，前期针对小贷与银行联合贷、银行与银行联合贷、互联网助贷等主流模式的监管规则都已出台，不再赘述。本次约谈的增量信息是，蚂蚁在公告中明确，后续会将两家小贷公司的消费贷款业务纳入消费金融公司，业内对此已有预期。不过，目前蚂蚁存量的消费贷款业务尚未整改完成，消费金融公司也尚未正式获批。

对于消费金融公司的模式，其优势在于监管框架类比商业银行，以资本充足率为核心，如果做零售消费类贷款，理论杠杆倍数可超 10 倍，明显高于小额贷款牌照。因此，拥有消费金融公司后，可选模式是以资本撬动 10 倍以上杠杆，再按 3:7 比例投放联合贷，或者发展轻资本的助贷业务。根据此前公告，蚂蚁拟与多家股东联合申设消费金融公司，注册资本 80 亿元。考虑目前蚂蚁面临将大规模存量业务逐步注入消费金融公司，我们预计该平台需要进一步补充资本，以承接“花呗”、“借呗”两类较大规模的存量业务。

对于理财、保险等互联网财富管理业务，今年以来监管层已经取缔了互联网存款，同时禁止互联网渠道销售银行的理财产品，对网络互助等新兴互联网保险模式的监管也在快速收紧，基本符合预期。本次约谈的增量信息在于，提出“管控重要基金产品流动性风险，主动压降余额宝余额”，该监管要求超出市场预期。

具体来看，余额宝早期是单一产品形态，即“天弘余额宝货币”，但 2017 年证监会通过公募基金流动性风险管理规定，制约了单一货币基金的规模上限，“天弘余额宝货币”规模也被持续压降，截止 2020 年末为 1.19 万亿。为应对监管约束，蚂蚁自 2018 年以来陆续引入 28 支其他货币基金产品，进一步丰富产品种类。但从本次监管要求来看，监管希望约束蚂蚁平台整体的货币基金规模，将 AUM 上限与蚂蚁平台挂钩，更看重实质。尽管具体监管指标并未明确，但考虑货币基金是互联网平台非常核心的理财工具，我们认为该监管措施对蚂蚁财富管理板块的成长性影响需要重视。

■ **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。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1:《金融控股公司监督管理试行办法》对金控公司的认定标准

认定标准	金融机构包括以下类型
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	（一）商业银行（不含村镇银行）、金融租赁公司 （二）信托公司 （三）金融资产管理公司 （四）证券公司、公募基金管理公司、期货公司 （五）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 （六）国务院金融管理部门认定的其他机构

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

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

