

推荐 (维持)

信托受益权如何为信贷隐身？

2012年12月19日

影子银行众生相之一

上证指数 2162

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	16	0.8
总市值 (亿元)	45953	21.5
流通市值 (亿元)	29832	18.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.4	0.8	2.3
相对表现	-0.3	9.1	3.2



资料来源：港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7
- 2、《银行业 2013 年度投资策略-站在 100 万亿的门槛上》2012/11/27
- 3、《走向平凡：从韩国货币政策轨迹看中国存准率走向》2012/10/09
- 4、《通往自由的磨砺-回归之路二：利率市场化与银行扩张》2012/8/20

肖立强

0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn
S1090512080001

罗毅

luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

研究助理:

邹添杰 0755-82953739
zoutj@cmschina.com.cn

上篇报告《中国影子银行深度研究》中对影子银行定义、规模、风险机制的系统性梳理受到投资者广泛关注。我们将在接下来的一系列小专题中详细介绍各类影子银行实体的业务流程与融资原理，以便大家对这一融资方式有更深入的了解。

一、什么是信托受益权？

信托受益权简而言之就是受益人在信托业务中享受信托利益的权利。由于银行可以通过一些操作来投资这类产品以实现变向授信的目的，过去两年，信托受益权规模正快速膨胀。

二、信托受益权为何火爆？

① 信托受益权的快速增长主要始于 2011 年，尤其是 11 年下半年，这与 2011 年 7 月银监会禁止银行理财产品投向委托贷款、信托转让、信贷资产转让等行为相关，当时要求银行理财资金通过信托发放的信托贷款、受让信贷资产、票据资产三项于 2011 年底前转入表内，并按照规定计入风险资产和计提拨备。信贷投放需要新的方式规避。

② 2011 年 8 月央行要求票据业务保证金缴纳存款准备金、12 年初同业代付监管新规出台，这降低了银行通过票据融资和同业代付向实体经济提供资金支持的积极性，使得银行有动力通过创新同业业务降低信贷等高风险权重的资产规模。另一方面，监管层对贷款投向的限制使得资金需求方只能创新融资方式；

③ 从信托受益权产品发行过程中的参与各方（银行、企业、信托公司）在利益链中的收益来看，各方均有动力参与并推动信托受益权业务的发展。发起银行、信托公司、过桥企业均获得手续费收益。同时将自有资金投资于信托受益权产品的银行则仅需要记入同业资产项目，而且其收益率能大幅高于其他同业资产的收益率；而融资企业在银行信贷额度紧张或投向受限的情况下获得了资金。

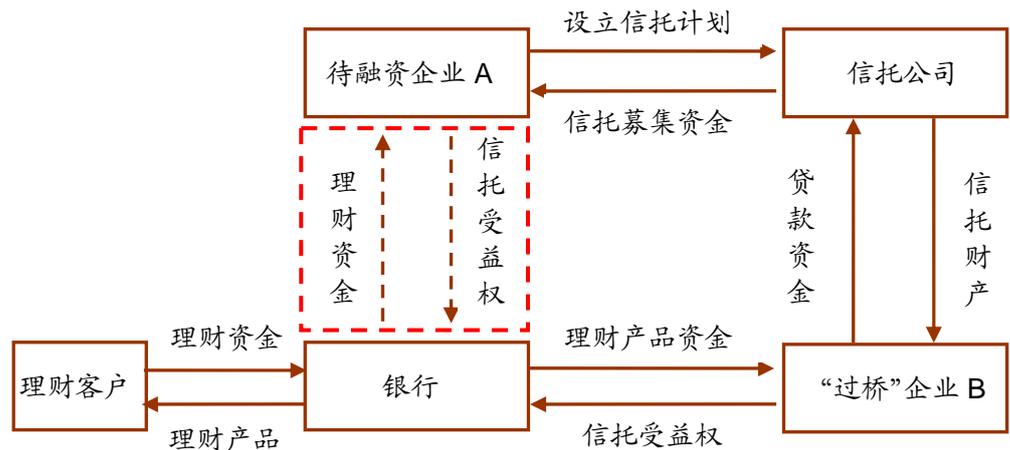
三、信托受益权如何绕过信贷规模管制？

由于银监会未规定银行理财资金投资不能直接投资信托受益权或者理财投资信托受益权需要入表，因此通过两种方式使监管套利成为可能：一是银行理财计划投资信托受益权，并非直接发放信托贷款、受让信贷资产和票据资产，不在转表范围之内；二是银行运用自有资金向过桥银行购买信托受益权（以投资同业资产的形式），自有资金并非 2011 年规范的银信合作理财资金，因此不受监管。

1、通过银行理财产品资金投资信托受益权，从而为企业融资的模式。主要又分为两类：

① “过桥模式”：待融资企业 A 与信托公司合作设立一个单一信托计划，通过“过桥”企业 B 投资该信托计划从而给企业 A 融资，然后企业 B 再将该信托受益权转让给银行理财计划，但企业 B 不需要在信托公司进行受益权转让登记。从本质看，该模式是银行理财资金对接企业 A 的融资需求。

图 1：“过桥模式”下银行理财资金对接企业融资需求机制



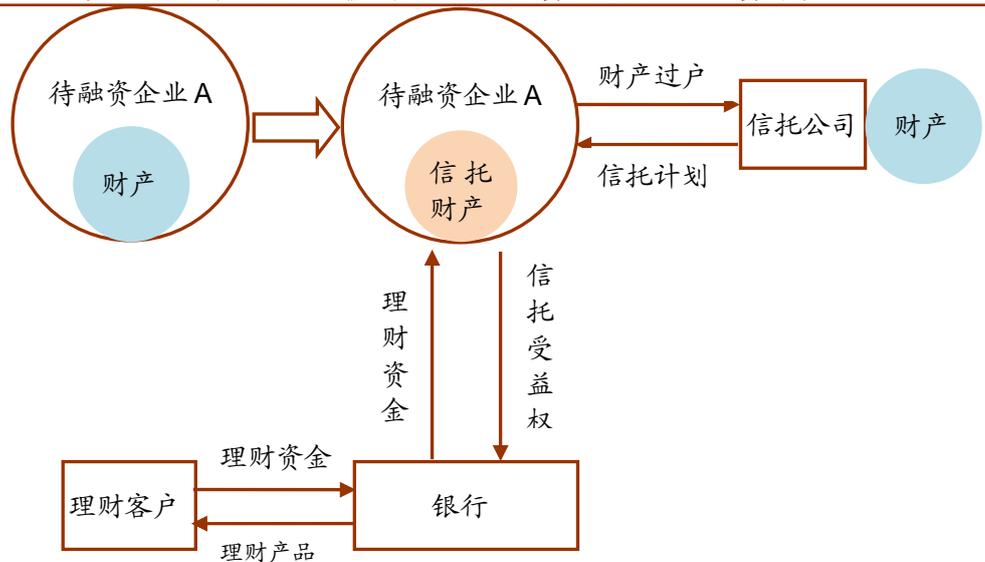
数据来源：招商证券

在“过桥模式”下，“过桥”企业的存在，只是改变了银行理财资金投向标的，从银监会禁止的“信托贷款、信贷资产、票据资产”变为监管漏洞之下的“信托受益权”，使得待融资企业 A 实质上依然是通过银行渠道得到了所需的资金，“过桥”企业 B 和信托公司从中更多的起到的是通道的作用，收取相关的手续费。

从银行的角度来看，理财产品资金投向对应的资产或被计入表外（非保本型理财产品），或被记为同业资产（保本型理财产品），这从本质上降低了银行的信贷规模，规避了监管。

② **财产权信托计划受益权模式**：待融资企业 A 以自有财产委托信托公司设立一个财产权信托计划，该信托计划的受益人为企业 A 本身，同时需将财产过户到信托公司名下，再由银行通过理财产品募集资金从而受让企业 A 的财产权信托计划受益权。从本质看，该模式仍是企业 A 从银行获得贷款融资（理财资金），只是在加入财产的模式下，企业 A 以类似质押融资的方式身兼融资企业和“过桥”企业的双重角色。

图 2：财产权信托计划受益权模式下银行理财资金对接企业融资需求机制



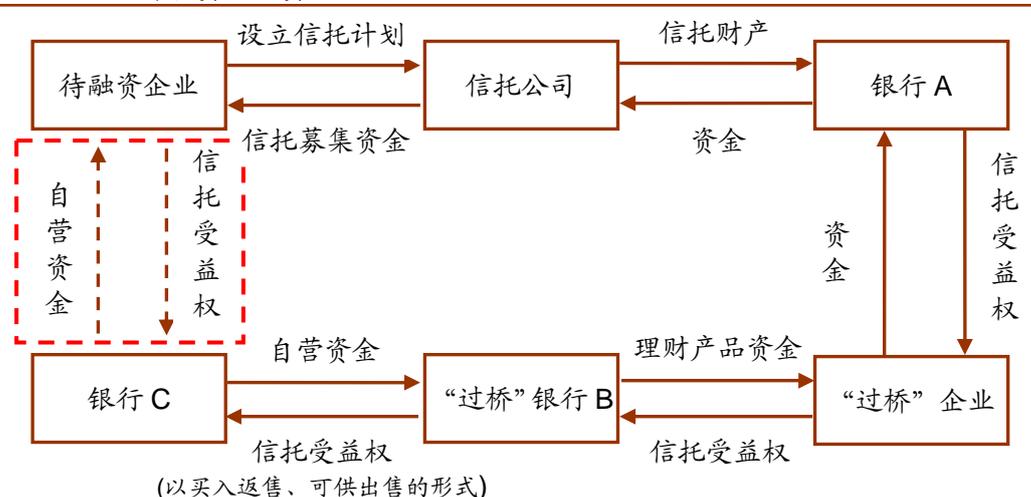
数据来源：招商证券

在财产权信托计划受益权模式之下，待融资企业 A 以自有财产设立信托产品，其本身的资产方将财产替换为信托计划受益权，银行通过理财产品募集资金受让企业 A 的信托受益权。从企业的资产负债变化来看，相当于以财产质押融得所需资金；从银行的角度来看，则是以理财的方式完成了为企业 A 的融资，并不会带来信贷规模的增长。

2、银行自营资金投资信托受益权，主要模式为：

银行 A 通过信托公司发放一笔信贷贷款计划，由于银监会禁止银行理财资金直接投向信托转让资产，因此需要引入一个过桥企业，银行 A 将信托受益权转让给过桥企业，然后过桥企业将信托受益权转让给过桥银行 B 的理财产品资金（绕过银监会监管），最后银行 C 以自营资金受让过桥银行 B 手中的信托受益权。过桥银行 B 的出现是为了将信托受益权转化为同业资产，因此银行 C 受让信托受益权之后也以同业资产入账，大幅降低信托受益权的风险资产权重，较少资本消耗。从本质看，本模式下，银行 C 以自营资金给待融资企业融出一笔资金，但并未记为“贷款”，而是以同业资产入账，主要计入“买入返售金融资产”、“可供出售金融资产”、“应收款项类投资”科目之下。

图 3：银行自营资金投资信托受益权的机制



数据来源：招商证券

四、信托受益权规模几何？

截止 2012 年 6 月末，信托受益权业务量较大的主要是兴业银行，高达 2827 亿元。其他银行基本在 500 亿元以下，包括资产规模较大的农业银行。基于数据的可得性，我们估计至 2012 年底，信托受益权的规模约为 8000 亿元。

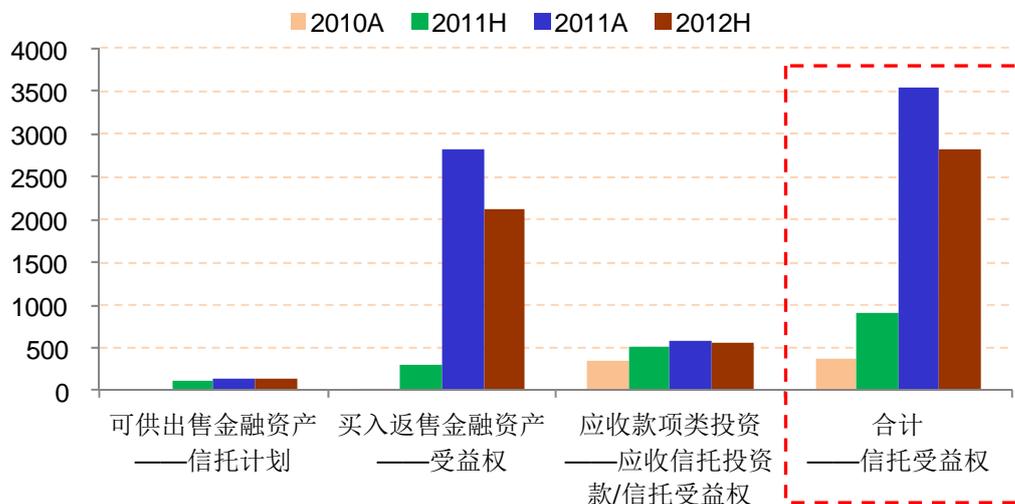
表 1: 2012 年 6 月末部分上市银行信托受益权规模及其明细

单位: 亿元	合计 ——信托 受益权	交易性金融资产 ——信托资产	可供出售金融资产 ——信托计划	买入返售金融资产 ——受益权	应收款项类投资 ——应收信托投资 款/信托受益权
农业银行	477	477			
浦发银行	375				375
民生银行	63				63
兴业银行	2827		143	2126	559
华夏银行	35				35
平安银行	350			350	

资料来源：公司财报、招商证券

兴业银行由于同业业务具有领先优势，因此在同业业务创新腾挪信贷空间方面，也比其他的银行做得更多一些。截止 2012 年 6 月末，兴业银行计入买入返售金融资产（2126 亿元）、应收账款类投资（559 亿元）、可供出售金融资产（143 亿元）的信托受益权共 2827 亿元，较 2011 年底的 3546 亿元减少约 700 亿元。

图 4: 兴业银行信托受益权在资产项入账明细



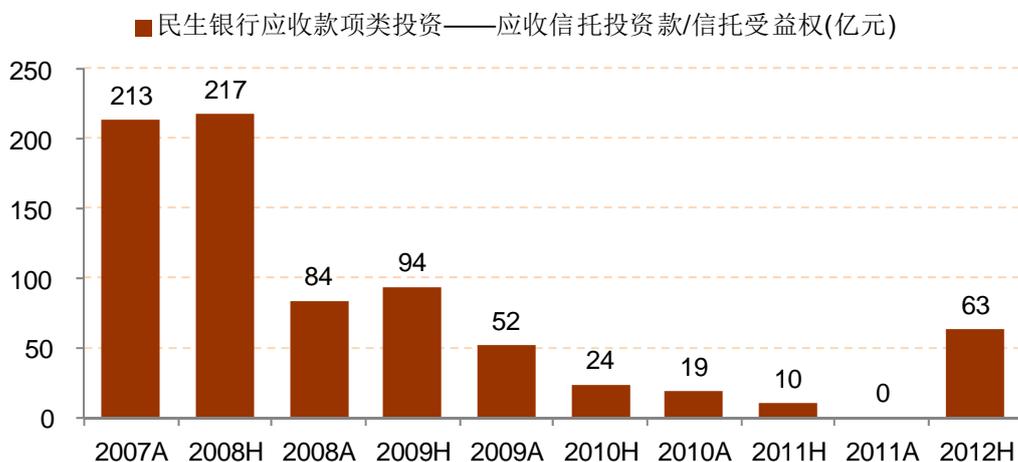
资料来源：公司财报、招商证券

信托受益权业务的发展与银监会对信贷投向及其他同业业务的监管态度相关。在信贷投向领域限制较少的情况下，更多的实体经济领域可以从银行得到信贷支持，因此通过复杂业务绕信贷规模的积极性较低；同理，在允许其他同业业务发展的情况下，银行等金融机构创新同业业务的动力相对不足，因此，从便利程度来看，信托受益权业务发展较为缓慢；在信贷较为宽松的环境中，信贷支持经济发展的资源更为充分，其他渠道资金来源需求较低。

2012 年 6 月末，民生银行的信托受益权资产约为 63 亿元，主要归于“应收账款类投资”。

从余额变化来看，2007 年以来经历了逐步下降的趋势，从 2007 年底的 213 亿元直至 2011 年底的清理完全，其中 2008 年下半年余额变化最大，减少 133 亿元。2012 年上半年信托受益权资产配置再次增加。

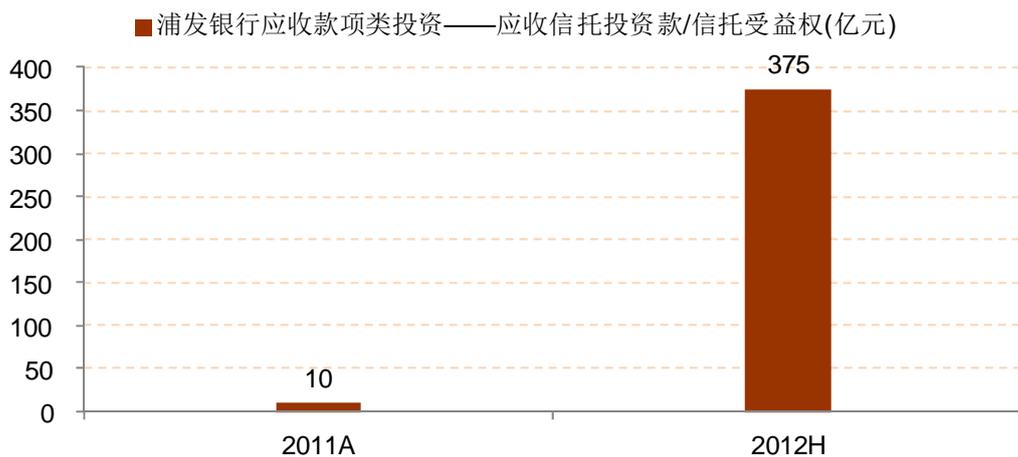
图 5: 民生银行信托受益权在资产项入账明细



资料来源：公司财报、招商证券

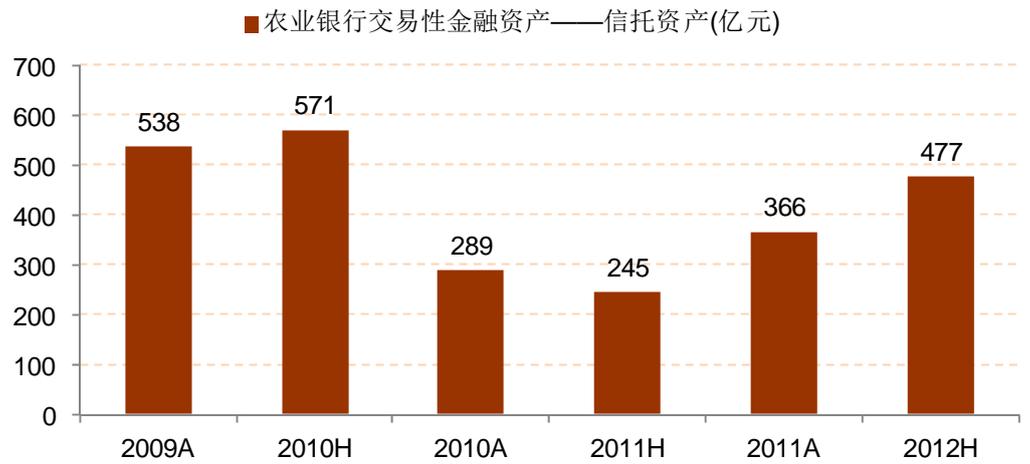
整体来看，同业业务规模的快速增加与配置信托受益权业务的开展相关。从上市银行披露数据来看，浦发银行、农业银行的信托受益权业务在 2012 年以来有较明显的回升。尤其是浦发银行，从年初的 10 亿元大幅增加至 6 月末的 375 亿元，在资产负债表上主要体现为“应收账款类投资”的增加；农业银行的信托受益权资产主要归在“交易性金融资产”科目之下，在 2011 年 6 月末降至 245 亿元之后，2012 年 6 月回升至 477 亿元。

图 6: 浦发银行信托受益权在资产项入账明细



资料来源：公司财报、招商证券

图 7: 农业银行信托受益权在资产项入账明细



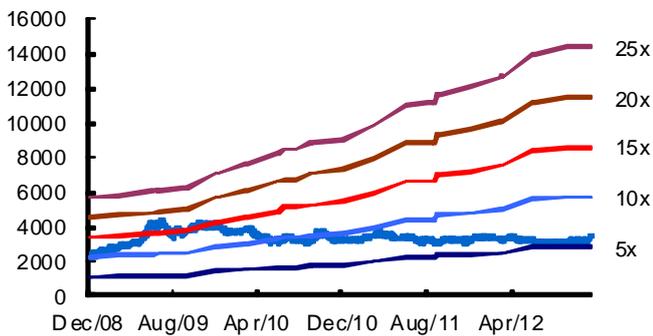
资料来源: 公司财报、招商证券

表 2: 银行估值对比表

公司	价格 (元)	EPS			PE			PB			11ROE	市值 (亿元)	评级
		11	12E	13E	11	12E	13E	11	12E	13E			
工商银行	4.10	0.60	0.67	0.71	6.9	6.1	5.8	1.5	1.3	1.1	21%	14322	强烈推荐-A
建设银行	4.53	0.68	0.78	0.82	6.7	5.8	5.5	1.4	1.2	1.1	21%	11325	强烈推荐-A
中国银行	2.89	0.44	0.49	0.52	6.5	5.9	5.6	1.1	0.9	0.9	16%	8067	审慎推荐-A
农业银行	2.75	0.38	0.45	0.50	7.3	6.1	5.5	1.4	1.2	1.1	20%	8932	强烈推荐-A
交通银行*	4.65	0.82	0.77	0.81	5.7	6.1	5.7	1.1	0.9	0.8	15%	2878	审慎推荐-A
浦发银行	9.05	1.46	1.85	2.06	6.2	4.9	4.4	1.1	0.9	0.8	19%	1688	强烈推荐-A
中信银行	4.13	0.66	0.75	0.80	6.3	5.5	5.2	1.1	0.9	0.8	17%	1932	强烈推荐-A
民生银行*	7.51	1.05	1.32	1.50	7.2	5.7	5.0	1.5	1.2	1.0	22%	2006	强烈推荐-A
兴业银行*	15.35	2.36	2.73	3.10	6.5	5.6	5.0	1.4	1.2	1.0	21%	1656	强烈推荐-A
光大银行	2.92	0.45	0.58	0.63	6.5	5.0	4.6	1.2	1.0	0.9	21%	1181	审慎推荐-A
华夏银行	9.83	1.35	1.77	2.02	7.3	5.5	4.9	1.1	0.9	0.8	16%	673	强烈推荐-A
平安银行*	15.18	2.01	2.11	2.38	7.6	7.2	6.4	1.0	0.9	0.8	12%	778	强烈推荐-A
北京银行	9.06	1.44	1.62	1.85	6.3	5.6	4.9	1.1	0.9	0.8	16%	564	强烈推荐-A
南京银行	9.19	1.08	1.32	1.51	8.5	6.9	6.1	1.3	1.1	1.0	16%	273	审慎推荐-A
宁波银行	10.07	1.13	1.48	1.70	8.9	6.8	5.9	1.6	1.3	1.1	19%	290	强烈推荐-A
银行业					7.0	6.0	5.4	1.3	1.1	0.9	18%	59130	推荐

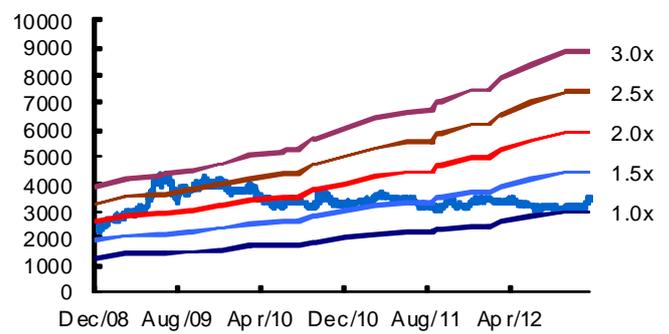
资料来源: 公司数据、招商证券

图 8: 银行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 9: 银行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7
- 2、《银行业 2013 年度投资策略-站在 100 万亿的门槛上》2012/11/27
- 3、《走向平凡: 从韩国货币政策轨迹看中国存准率走向》2012/10/09
- 4、《通往自由的磨砺-回归之路二: 利率市场化与银行扩张》2012/8/20
- 5、《十年融资路与货币扩张之变-回归之路一: 银行再融资》2012/7/23
- 6、《银行“三重门”与新动向-11 年行业经营总结与二季度投资展望》2012/4/5
- 7、《A 股银行还能在 1 倍 PB 潜伏多久? -银行股估值的国际比较》2012/2/27
- 8、《资金外流难挡银行凶猛-台湾后升值时代货币变局启示》2012/1/16
- 9、《银行业热点专题探讨一-存款保险制度之国际视角》2012/1/13

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，**CFA**：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事，现代服务业（金融、医药、交运、房地产）大组组长。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，2010年加入招商证券，现从事银行业研究。

邹添杰，中山大学金融学硕士，数学与应用数学、会计学双学士，2011年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。