

推荐 (维持)

银证合作在创新中突围

2012年12月27日

影子银行众生相之三

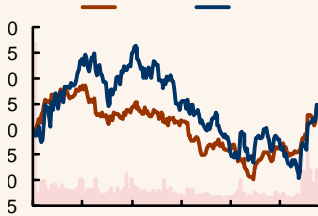
上证指数 2206

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	16	0.8
总市值 (亿元)	46914	21.3
流通市值 (亿元)	30579	18.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.6	3.2	4.4
相对表现	-2.1	3.6	0.6



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 2、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 3、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7
- 4、《银行业 2013 年度投资策略-站在 100 万亿的门槛上》2012/11/27

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

本报告为我们继信托受益权、同业代付之后,《影子银行众生相》系列的第三篇,主要介绍当前快速膨胀的银证合作业务,探究券商资产管理业务规模暴增的背后,银证合作如何为银行腾挪信贷空间,及这一业务目前的最新发展动向。

一、资产管理领域的银证合作

我们本报告中讨论的银证合作主要表现为:银行通过与证券公司资产管理部的合作,将信用类资产(主要是票据资产)转移出表外的业务合作。这类合作有别于传统的银行与证券公司在资金托管、产品代销等方面的业务合作。

二、为什么银证合作于 12 年爆发式增长?

- ① **银行方面: 监管与创新的博弈。**近 2 年来,银行同业业务和表外业务监管规范不断加强:银信合作表外资产入表、票据保证金缴纳存款准备金、同业代付计入风险资产及计提拨备。银证合作正是在监管与创新的博弈中发展起来的,成为当前银行将表内信贷类资产(主要票据资产)转移至表外的主要通道。
- ② **券商方面: 资管业务松绑, 通道价值受青睐。**12 年 10 月,修订后的《证券公司定向资产管理业务实施细则》开始实施,定向产品几乎没有投资范围限制,允许由客户与证券公司协商约定投资范围。另一方面,证监会降低了各类业务的风险准备比例,放宽了净资本的计算方法,使得资管业务消耗的净资本减少,进而提升了券商资产管理的规模上限。随着券商资管新政的实施,券商资管开放式通道的价值开始被发现并被重视,银证合作成为潮流。
- ③ **保险方面: 保险资金委托管理门槛设定, 刺激券商做大资管规模。**12 年 7 月,保监会发布《保险资金委托投资管理暂行办法》,规定:保险公司选择券商开展委托投资,券商必须符合两大条件,一是取得客户资产管理业务资格三年以上;二是过去一年集合理财业务管理资产规模不低于 50 亿元,或受托管理总资产规模不低于 100 亿元。面对规模庞大的保险理财资金,“险资受托资格”成为券商资管急切做大业务规模的主要动力。

三、银证合作如何绕过信贷规模管制?

银行通过与证券公司合作将表内信用资产出表有多种不同的业务模式,我们在此主要讨论目前比较流行的一些做法,包括银行与券商资管合作,银行、信托与券商资管合作等。

第一种类型：银证合作

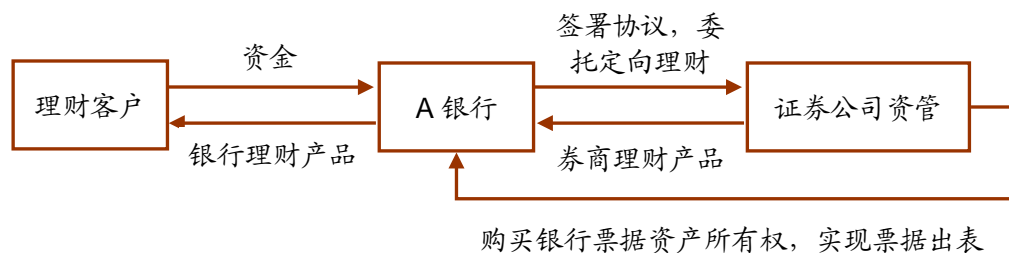
1、券商资管产品购买银行的“票据受益权”：

在该模式下，证券公司向理财投资者募集资金，代理投资者购买银行持有的尚未到期的票据收益权，获利部分归投资者所有，券商获得管理费及业绩报酬。在这种模式下，证券公司资管产品投资的只是银行票据资产的受益权，并非买断票据资产的所有权，因此，银行无法在财务上将贴现票据资产转移出表，票据依然占据着银行的信贷额度。这种模式类似资产证券化，银行通过合作获得的更多是短期周转资金。

2、券商资管产品买断银行的票据资产或信用证：

在该模式下，A 银行通过发行理财产品募集资金（表外资金），然后委托证券公司资产管理部门管理部分理财资金，资金仍托管在 A 银行；在签署定向理财协议之后，要求证券公司资管部门用这笔理财资金直接买断 A 银行已经贴现的票据（表内资产），从而达到票据资产转移到表外的目的，同时票据资产仍委托给 A 银行进行管理，A 银行收取一定的托管费用。作为回报，银行向券商支付一定的财务费用。

图 1：银证合作将银行的票据资产或信用证转移出表外的机制



数据来源：招商证券

由于是银行委托证券公司资管部门定向理财，因此证券公司在整个过程中缺乏主动投资的权限和表现，证券公司发挥的主要是“通道作用”。在帮助银行实现票据资产出表的过程中，证券公司获得的财务费用被形象地称为“通道费用”。在各个券商竞相加强做大资管业务规模力度的环境下，证券公司定向理财业务的费率已由最初的千分之三降至万分之五，部分券商甚至可以接受更低的费率。竞争的白热化为银行提供了更加优惠的通道服务。

3、券商主动管理资金赚取差价模式

在这一模式下，银行通过与券商资管签下定向理财协议，资管部门可以在指定的范围内主动配置资产，一般对银行提供的预期收益率在 5% 左右。通过将大比例的资金投资于信托产品或城投债（这一过程可能放大杠杆），券商可以赚取实际收益率与提供收益率的价差。

4、券商资管与银行投行部门的合作

这一模式下，券商主要还是扮演通道业务，表现为在创新政策下许多券商成立另类资产管理部，银行的投行部门与其合作，由银行提供项目和资金，以券商发行产品的形式（券商或表面上作为项目的投资管理人）将资金输送至待融资项目，达到将信贷类资产

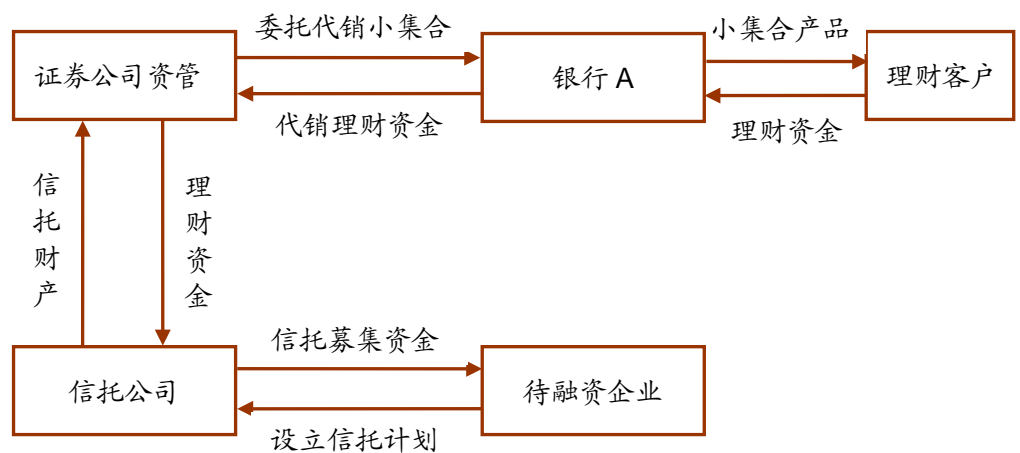
转移至表外的目的。

第二种类型：银证信合作

银行、证券、信托的合作，主要体现在证券公司募资投资于银行制定的信托产品。银行理财产品的发行权限大多在总行，但是分行可以通过代理发行券商的小集合产品，与券商协定，将募集的资金投资于银行与信托公司制定的信托产品，再由信托产品将资金放给需要融资的企业。这种业务合作主要针对省级分行及以下的银行，协助银行将信贷类资产转移至表外。

在此过程中，证券公司由于缺乏小集合产品的主动投资权，主要发挥融资的通道作用；而银行除了帮助证券公司代销小集合产品外，还起到提供融资客户、与信托公司一起制定信托产品的作用。

图 2：银证信合作模式下小集合产品投资于信托产品为企业融资的机制



数据来源：招商证券

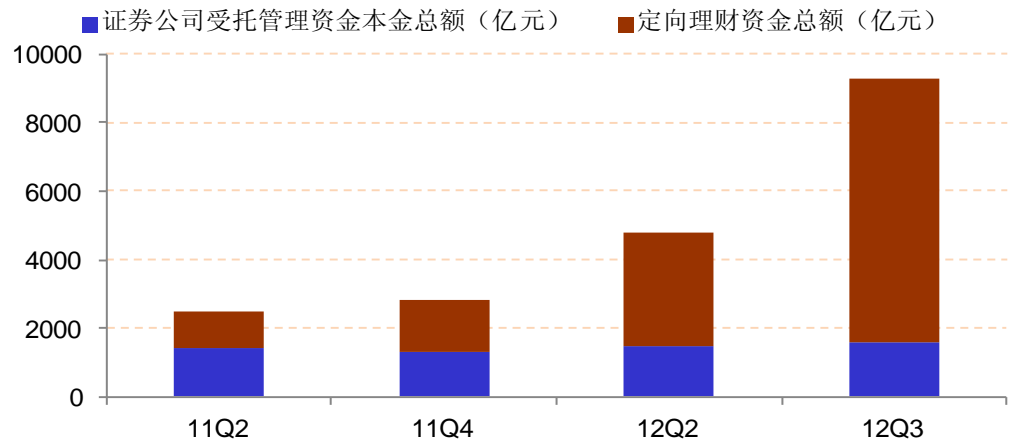
此外，银行、信托公司还可以通过与券商资管合作，利用资管的通道将信托公司的融资类业务转换为投资类产品，从而避开监管对信托融资类业务余额占比不得超过 30% 的限制。

四、银证合作定向理财业务规模几何？

根据中国证券业协会的统计，证券公司全部受托管理资金的本金在 2011 年底为 2819 亿元；到了 12 年 9 月末，证券公司受托管理资金本金已经高达 9296 亿元，较年初大幅增长 230%。在当前的政策环境下，12 年底证券公司受托管理资金本金总额突破 1 万亿元已无悬念。

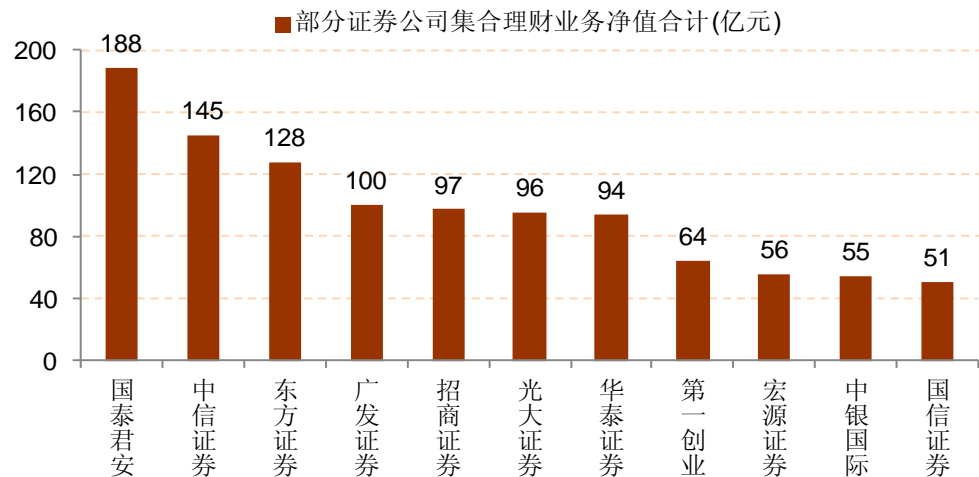
根据规定，证券公司定向理财产品无需公开信息披露，向证券业协会进行报备即可；而对于集合理财产品，按照规定有明确的信息披露义务，当前集合理财产品的规模约为 1930 亿元。因此，我们估计银证合作的定向资管规模应在 8000 亿元以上，较年初增长 430% 以上，成为证券公司资产管理业务规模膨胀的主要力量。

图 3: 证券公司受托管理资金的本金总额



数据来源: 证券业协会、招商证券

图 4: 部分证券公司集合理财业务净值合计



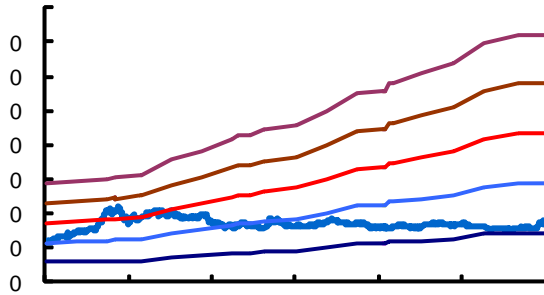
数据来源: Wind、招商证券

五、监管的影响?

12年上半年,银证合作的定向理财规模较年初增加近2000亿元,增幅为70%。定向理财的快速增长,已引起监管部门的重视。12年7月份,央行下发《加强票据业务管理的若干规定(征求意见稿)》,其中规定“纸质商业汇票贴现后,持票银行只能将票据转让给其他银行、财务公司或中国人民银行”,并于2013年1月1日起实施。这意味着,从法律主体来看,证券公司和信托公司均不得成为票据资产的受让主体。因此,如果银证合作不进行适度的创新,到2013年,银证合作为银行转移票据资产的渠道或将被封堵。

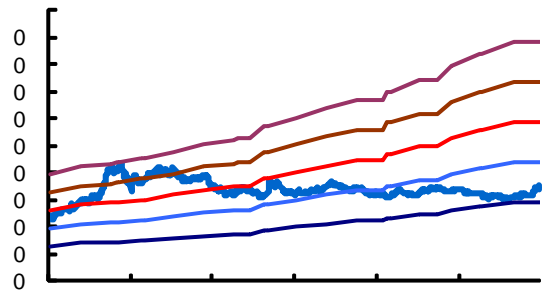
然而监管与创新的博弈中,我们有理由相信,监管总是滞后于创新。预计在券商创新政策的激励下,2013年银行与券商合作的业务种类和规模仍会快速增加,券商也将成为变向为社会提供资金供给的重要渠道。

图 5: 银行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 6: 银行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 2、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 3、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7
- 4、《银行业 2013 年度投资策略-站在 100 万亿的门槛上》2012/11/27
- 5、《走向平凡: 从韩国货币政策轨迹看中国存准率走向》2012/10/09
- 6、《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
- 7、《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
- 8、《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
- 9、《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
- 10、《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业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。