

推荐 (维持)

# 内保外贷、息汇套利与出口“被增长”

2013年5月27日

## 影子银行众生相之五

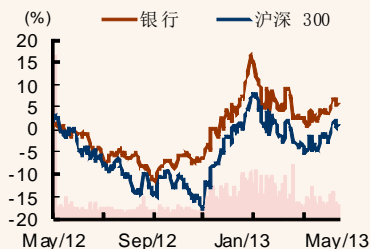
上证指数 2293

### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	16	0.8
总市值 (亿元)	41871	18.0
流通市值 (亿元)	32041	17.4

### 行业指数

%	1m	6m	1m
绝对表现	2.3	13.2	5.7
相对表现	-1.8	-5.2	5.6



资料来源: 港澳资讯、招商证券

### 相关报告

- 1、《中国式债务循环研究二: 那些年, 我们一起度过的危机》2013/5/22
- 2、《中国式债务循环研究一: 但见钱流, 不闻钱声?》2013/5/2
- 3、《影子银行众生相之四: 城投债、基建信托、平台贷与地方债务腾挪》2013/2/19
- 4、《影子银行众生相之三: 银证合作, 创新与监管的博弈突围》2012/12/26

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

本篇报告为我们《影子银行众生相》系列的第五篇, 主要介绍银行内保外贷业务。近期企业通过这一业务进行利差、汇差套利, 对国内进出口贸易、外汇占款及银行代客结售汇数据均带来较大扰动。我们梳理了内保外贷业务的套利模式、规模, 分析其中隐藏套利活动的影响, 并认为随着5月份外管局20号文出台, 未来通过这一业务涌入内地的资金套利活动将有所收敛。

### 一、什么是“内保外贷”?

“内保外贷”, 是指境内银行在预先获准的对外担保额度内, 为境内企业在境外注册的全资附属企业或参股企业(下称“境外投资企业”)提供担保, 由境外银行给境外投资企业发放相应贷款。

在这种业务中, 境内银行开出保函或备用信用证为境内企业的境外投资企业提供融资担保, 在对外担保额度内时无须逐笔审批。因此, 和其他的融资型担保相比, “内保外贷”业务大大缩短了业务流程。

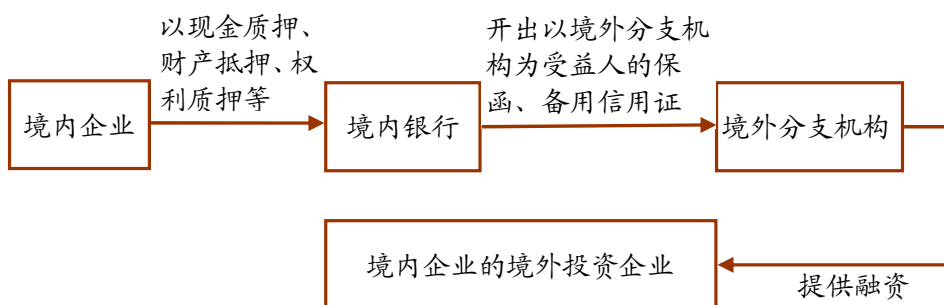
### 二、“内保外贷”业务如何实现利差和汇差套利?

#### 1、三类操作模式助境外投资企业从内保外贷业务中获得境外融资

**第一种: 境内银行的境外分支机构为境外投资企业提供融资, 境内企业为银行提供反担保。**

在这种操作模式中, 境内企业以现金质押、财产抵押、权利质押及信用授信等方式向境内银行申请保函额度, 境内银行据此出具以该行境外分支机构为受益人的保函或备用信用证, 由境内银行的境外分支机构向境外投资企业提供融资。当然, 境内企业的反担保需符合银行关于内保外贷业务的其他规定, 一般为无条件的、不可撤销的反担保, 而且境内企业只担保境外投资企业的融资性活动。

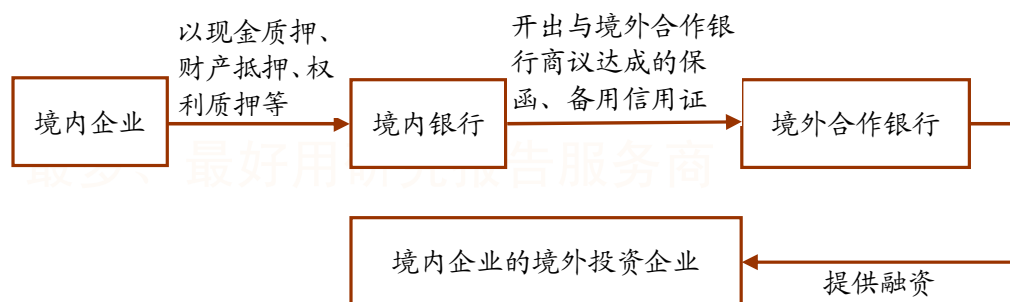
图 1: 境内银行的境外分支机构为境外投资企业提供融资



数据来源: 招商证券

**第二种：境内银行为境外投资企业向境外合作银行的借款提供担保。**

在这种操作模式中，境内企业以现金质押、财产抵押、权利质押等方式，申请境内银行为境外投资企业的融资出具保函、备用信用证等担保，由境内银行的境外合作银行为境外投资企业提供融资服务。其中，保函和备用信用证的具体条款由境内银行和境外合作银行商议达成。

**图 2：境内银行为境外投资企业向境外合作银行的借款提供担保**

数据来源：招商证券

**第三种：境内银行的境外合作银行为境外投资企业提供授信。**

在这种操作模式中，境外合作银行根据境内银行的资信状况和境内企业对境外投资企业的持股比例来确定对境外投资企业的授信额度，融资利率水平由境外合作银行与境外投资企业商议确定。

**2、境外融资进入境内套利交易，套利收益约为 4%~9%**

境内外关联企业通过体积小、价值高、物流成本低的贸易（黄金、高技术电子产品等），将境外投资企业从内保外贷中获得的外币融资通过贸易进入境内结汇成人民币，再次以定期存款的方式质押给境内银行，从而向境外投资企业开出备用信用证融资。如此反复循环，在短期内可以将一笔资金通过多倍杠杆撬动较大规模的资金。

目前国内的一年期定期存款利率约为 3.25%，而海外美元贷款利率仅为 2% 左右，且人民币处于升值通道中，境外投资企业获得外币融资之后，可以通过如下方式获得套利：

- ① **汇率套利。**境外多个国家/地区纷纷降息，或者实施量化宽松，外币竞相贬值，而国内货币政策稳定，人民币处于升值通道。保守假设人民币对美元一年升值 3%，仅汇率套利空间就达到 3%；
- ② **本外币利率的套利。**外币汇入境内后结汇成人民币，存入银行，获得稳定的存款收益，扣除约为 2% 的贷款成本，不考虑物流成本及其他费用，利率套利空间为 1.25%。同时企业可以再次质押存款，实现杠杆操作内保外贷业务，获得多倍套利收益；
- ③ **投资理财产品。**外币资金进入境内结汇成人民币之后，可以投资银行理财产品（年收益率 4.5% 左右），或者信托产品（年收益率达 8% 左右），持有到期后扣除贷款成本，收益高达 2.5%~6%；

因此，内保外贷业务隐藏的套利交易可是获取“汇差+利差”收益，根据套利资金进入境内后投向不同，套利空间约在 4% 至 9% 之间！

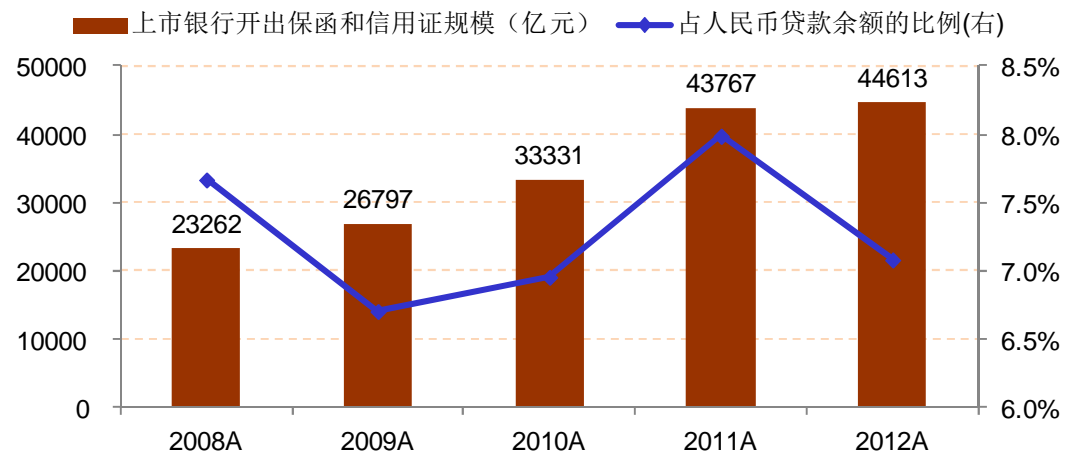
### 三、“内保外贷”业务的规模已膨胀至多少？

虽然过去几年国家外汇管理局对境内银行提供融资性对外担保实行余额管理, 对非银行金融机构和企业提供对外担保以逐笔核准为主, 但是在管理层鼓励人民币贸易跨境结算业务的背景下, 境内外银行和企业均积极筹集资金发展此类业务, 主要表现在两个方面: 一是国内银行的表外业务中, 保函和信用证大幅增长; 二是香港银行业对境内非银行企业客户的贷款大幅攀升。

#### 1、保函和信用证规模在货币政策紧缩时期大幅增长, 12 年末余额合计 44613 亿元

虽然国内银行的保函和信用证业务部分用于国内的客户融资, 但大部分仍是与内保外贷业务相关的。从国内上市银行的保函和信用证规模变化来看, 内保外贷业务与国内货币政策呈背离走势。在货币政策收紧的 2010 年和 2011 年, 保函和信用证的规模大增。其中, 2011 年 16 家上市银行新增表外担保规模 10436 亿元, 占当年国内新增贷款的 14%, 成为信贷投放的重要补充。2012 年货币政策较为宽松, 同时央行等对内保外贷业务监管加强, 保函和信用证规模增速放缓。2012 年末 16 家上市银行的保函和信用证规模合计 44613 亿元, 与年初基本持平, 占人民币贷款余额的 7.1%。

图 3: 2008-2012 年 16 家上市银行开出保函和信用证规模及其占人民币贷款余额比例



数据来源: 公司财报、招商证券

从余额来看, 国内银行开出保函的量要大于出具信用证的规模, 但是从过去 4 年的规模增量来看, 信用证规模的增长明显快于保函规模的增长: 2012 年底, 16 家上市银行累计出具保函规模达到 26218 亿元, 较 2009 年初增长 7566 亿元, 增幅 41%; 同期, 信用证规模为 18395 亿元, 较 2009 年初增长 13785 亿元, 增幅 300%, 成为助推内保外贷业务增长的主要工具。

从银行间的分布来看, 国有大型银行保函业务的规模较大, 股份制银行出具信用证的规模要高于其保函业务的规模。2012 年末, 五大银行 (工行、农行、中行、建行、交行) 合计开出保函规模达 21479 亿元, 占上市银行保函规模的 82%; 同期, 五大银行的信用证业务规模为 10371 亿元, 占上市银行信用证业务规模的 56%。而 8 家股份制银行的信用证规模为 7789 亿元, 占比 42%, 大幅高于其开出的保函规模。

表 1: 2008-2012 年 16 家上市银行开出保函和信用证规模

单位 亿元	开出保函					开出信用证				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
工行	2171	2102	2392	2257	2415	1133	1634	2676	3969	3995
建行	5452	5651	6088	6286	6067	715	1195	1892	2466	2322
中行	5328	5741	6461	7279	7912	1096	1477	1841	1913	1763
农行	1498	1514	1586	2234	1819	388	539	794	1603	1467
交行	1549	1774	1986	2180	3268	256	375	512	828	824
招行	694	867	1069	1121	1183	177	311	592	811	1044
浦发	388	428	395	479	548	94	137	311	1984	1200
中信	476	629	689	645	896	323	526	1165	2443	1663
民生	490	456	501	673	685	83	151	301	664	1350
兴业	58	77	110	129	254	55	59	180	333	692
光大	382	407	469	593	454	186	315	562	869	1140
华夏	48	49	72	115	97	60	112	256	1096	508
平安	19	23	38	252	260	18	24	29	60	191
北京	78	151	219	211	276	8	14	31	27	27
南京	15	18	36	67	57	4	10	27	94	97
宁波	5	7	12	21	30	13	25	38	64	111
合计	18652	19894	22124	24543	26218	4610	6903	11207	19224	18395

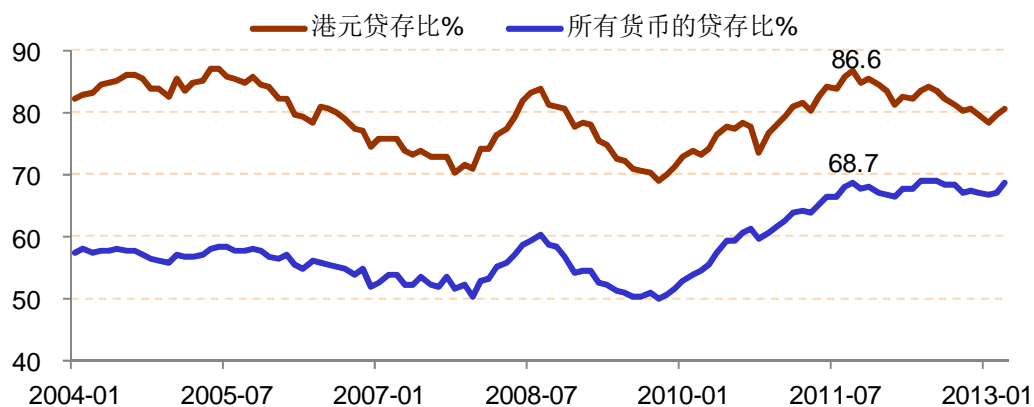
数据来源: 公司财报、招商证券

## 2、香港对内地非银行类客户贷款大幅增长, 12 年末为 27400 亿港元

内保外贷业务的快速发展, 使得香港地区银行业对中国内地非银行类客户贷款大幅增长。2010 年国内货币政策开始收紧, 当年香港贷款总额增加 9400 亿港元, 增幅达 29%。其中, 对中国内地非银行类客户贷款劲增 4400 亿港元, 增幅为 47%, 大部分为美元贷款。这些内保外贷业务中的境外贷款客户主要为内地大型国有企业、红筹公司或其附属公司, 或由内地省市政府拥有的公司。在对中国内地非银行类客户贷款新增的 4400 亿港元中, 60% 的贷款是以内地的银行存款提供十足的抵押, 或由主要内地银行提供担保; 其他的 40% 的新增贷款则以其他资产为抵押品。

2011 年, 香港银行业对内地客户的信贷继续大幅增长约 7000 亿港元, 余额达到 23180 亿港元, 占相应金融机构总资产的 14.9%。贷款的大幅投放使得贷存比快速攀升, 2011 年 9 月末, 香港地区的港元贷存比高达 86.6%, 较 2010 年初上升 15.4 个百分点。

图 4: 2006-2012 年港币贷存比、外币贷存比及所有货币的贷存比



数据来源: HKMA、招商证券

**政策急刹车, 内保外贷业务减速。**不断增长的內保外贷业务和逐渐积聚的银行业流动性风险引起了监管当局的关注, 內保外贷业务中隐藏的套利交易偏离了央行推动人民币国际化的初衷。2011年7月, 央行暂停受理境内企业直接从境外银行融入人民币业务, 贸易融资除外。其后, 內保业务降温, 2012年香港银行业对内地非银行客户的贷款增量放缓至约3000亿港元, 余额则继续上升至27400亿港元, 占相应机构总资产的16.2%, 较年初提升1.3个百分点。

考虑到2013年以来內保外贷业务的盛行, 结合国内银行的保函和信用证业务规模、香港银行业对境内非银行客户贷款规模, 我们估计, **目前內保外贷业务的规模或在25000亿元人民币左右, 占人民币贷款总额3.8%。**

图 5: 香港所有认可机构提供给中国内地非银行客户的相关贷款



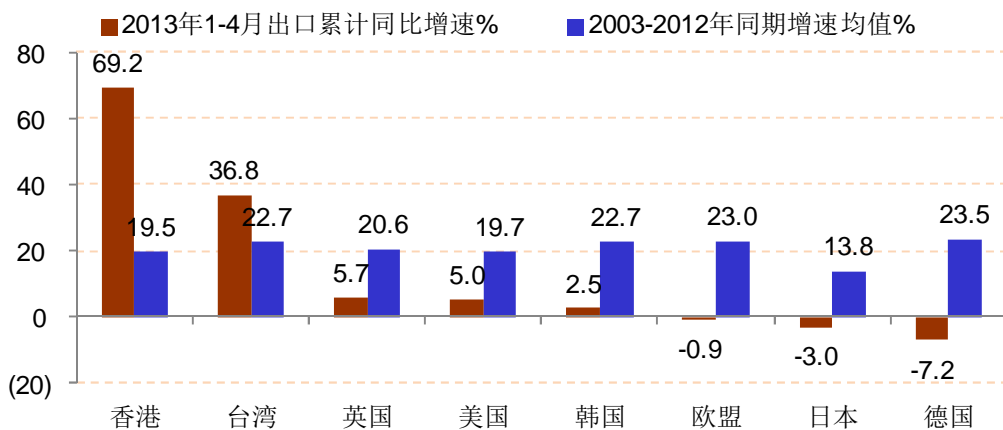
数据来源: HKMA、招商证券

#### 四、“內保外贷”隐藏套利冲击出口贸易和国内流动性

2012年四季度以来, 人民币升值预期下重燃, 使得针对汇率的套利大幅增加, 內保外贷业务也成为大热门的业务。由于套利交易利润巨大、交易循环周期较短, 一笔资金可以在较短的时间内操作多次, 以杠杆形式撬动同等金额的外币资金多次向银行结汇, 对国内进出口贸易数据、新增外汇占款以及银行代客结售汇数据均带来较大的扰动。

**套利活动引起内地对港台的出口贸易显著异动。**从1-4月份中国对主要贸易伙伴的出口来看, 内地对香港出口增长69%, 对台湾出口增长37%, 大幅高于过去十年同期的出口增速均值; 而同期中国对欧盟、日本、德国出口贸易下降, 对美国、英国、韩国出口贸易增长稳定, 并且增速均大幅低于过去十年同期均值。我们认为2013年以来, 内地对香港、台湾地区出口的强劲增长更多的是反映了套利资本流动, 而非外需的明显改善。

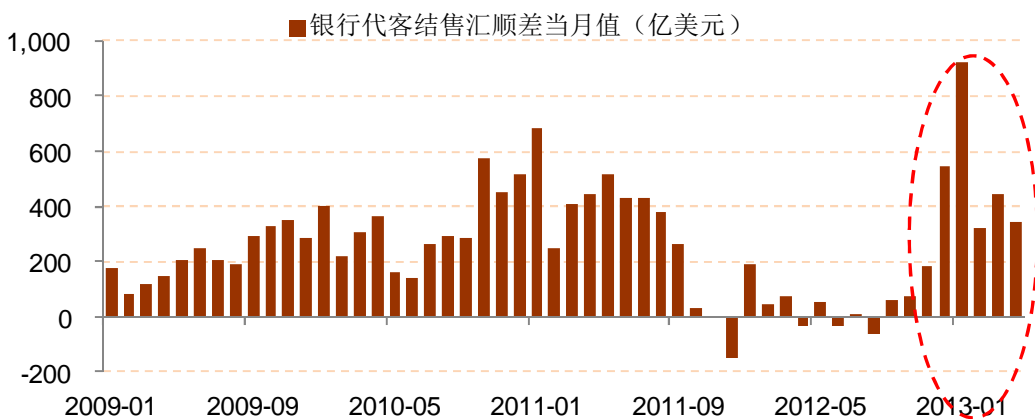
图 6: 2013 年 1-4 月中国对主要地区出口贸易累计同比增速



数据来源: 海关总署、招商证券

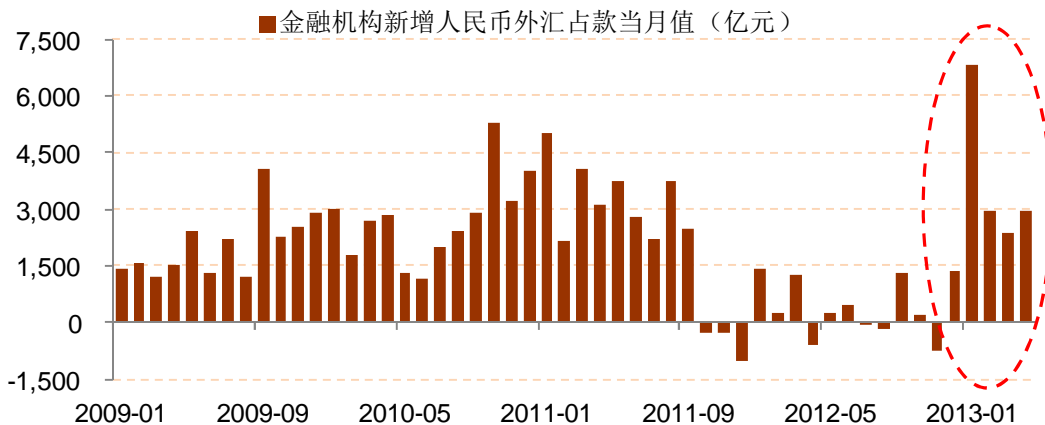
银行代客结售汇顺差和外汇占款增长表明资金回流至内地非常明显。2013 年 1 月, 银行代客结售汇顺差高达 926 亿美元, 创历史新高。从进出口的数据来看, 这些美元顺差中除大部分属于贸易项目外, 也有一部分是内保外贷套利交易模式中的外币贷款回流, 给央行外汇储备增长带来了较大的压力。2013 年 1 月至 4 月新增外汇占款高达 15097 亿元, 3 倍于 2012 年全年 4946 亿元的增量, 国内的流动性管理难度增加。

图 7: 2012 年 4 季度以来银行代客结售汇顺差当月值明显增长



数据来源: 外管局、招商证券

图 8: 2013 年 1 月以来新增人民币外汇占款当月值明显增长



数据来源: 外管局、招商证券

## 五、套利交易引发监管关注, 严管之下内保外贷业务将放缓

由于套利资金的频繁进出, 导致了贸易数据明细偏离正常水平, 引起了监管部门的高度关注。2013年4月24日, 深圳银监局下发《关于对保税区企业相关进出口贸易融资业务风险提示的通知》指出, 一季度深圳进出口贸易出现异常增长, 主因是在福田和沙头角两个保税区, 部分出口企业利用深港汇差、利差套利; 同时对“货物空转”式的贸易融资套利活动提出警示, 并要求银行防范风险。

2013年5月5日, 国家外汇管理局发布《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》(汇发[2013]20号), 通过银行、企业、外汇管理局三个层面对国际套利资金的流入加强管理: ①银行层面: 通过强化结售汇综合头寸管理, 增加银行自身购汇的积极性, 缓解央行购汇压力, 同时加强外汇贷存比管理, 约束银行的外币放贷能力; ②企业层面: 对资金流与货物流严重不匹配或流入量较大且不能在限期内给出合理解释的企业列为B类企业, 严格监管其收汇行为; ③外汇局: 强化监管分析和窗口指导, 重罚弄虚作假的套利交易行为。

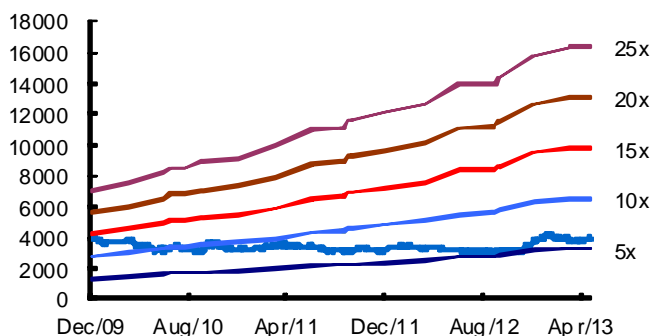
我们认为, 通过对进出口贸易真实性的严查把关, 增加套利资金的交易成本, 将有利于缓解国内的流动性管理压力, 平复国内的进出口经济秩序, 挤出部分内保外贷业务中隐藏的套利交易活动。同时, 我们认为未来数月, 对港台出口增速、新增外汇占款和结售汇顺差将逐渐向合理水平回归。据此, 人民币升值的步伐将小幅放缓, 国内的流动性或将较5月份之前小幅偏紧, 但对整体的实体经济的流动性影响将较为轻微, 央行仍可通过多种流动性管理工具调节货币供给。

表 2: 银行估值对比表

公司	价格 (元)	EPS			PE			PB			13ROE	市值 (亿元)	评级
		12	13E	14E	12	13E	14E	12	13E	14E			
工商银行	4.13	0.68	0.76	0.86	6.05	5.45	4.82	1.28	1.11	0.97	20%	14550	强烈推荐-A
建设银行	4.79	0.77	0.86	0.96	6.20	5.59	5.01	1.26	1.10	0.96	20%	12455	强烈推荐-A
中国银行	2.95	0.50	0.54	0.59	5.91	5.47	5.02	0.96	0.86	0.77	16%	8210	审慎推荐-A
农业银行	2.72	0.45	0.51	0.59	6.09	5.36	4.65	1.18	1.03	0.90	19%	8878	强烈推荐-A
交通银行	4.72	0.79	0.87	0.99	6.00	5.44	4.78	0.92	0.81	0.71	15%	3522	审慎推荐-A
浦发银行	10.29	1.83	2.10	2.44	5.61	4.90	4.21	1.07	0.93	0.80	19%	1919	强烈推荐-A
中信银行	4.37	0.66	0.74	0.81	6.59	5.87	5.37	1.01	0.88	0.78	15%	1906	审慎推荐-A
民生银行	10.45	1.32	1.55	1.79	7.89	6.74	5.83	1.76	1.45	1.20	21%	2801	强烈推荐-A
兴业银行	18.30	2.73	3.45	4.09	6.70	5.31	4.47	1.36	1.13	0.95	21%	2324	强烈推荐-A
光大银行	3.13	0.58	0.68	0.77	5.36	4.63	4.05	1.11	0.92	0.77	20%	1266	审慎推荐-A
华夏银行	10.64	1.87	2.20	2.54	5.70	4.84	4.18	0.98	0.85	0.74	18%	729	强烈推荐-A
平安银行*	20.42	2.62	2.44	3.03	7.81	8.36	6.74	1.23	1.09	0.96	13%	1046	强烈推荐-A
北京银行	8.99	1.33	1.57	1.82	6.78	5.74	4.93	1.10	0.96	0.84	17%	791	强烈推荐-A
南京银行	9.49	1.35	1.57	1.85	7.02	6.03	5.14	1.14	0.99	0.87	16%	282	审慎推荐-A
宁波银行	10.63	1.41	1.66	1.94	7.54	6.38	5.49	1.39	1.18	1.01	18%	307	强烈推荐-A
银行业					6.48	5.81	5.05	1.20	1.04	0.90	18%	63852	推荐

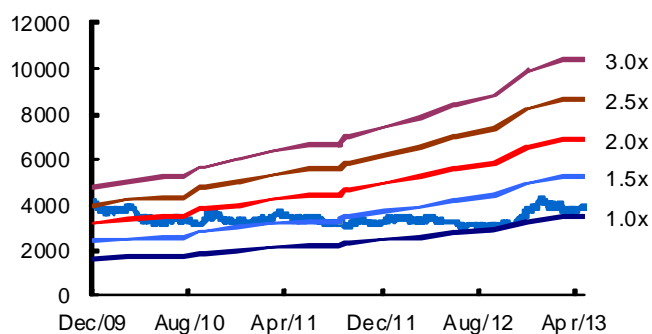
资料来源: 公司数据、招商证券

图 9: 银行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 10: 银行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《中国式债务循环研究二: 那些年,我们一起度过的危机》2013/5/22
- 2、《中国式债务循环研究一: 但见钱流, 不闻钱声?》2013/5/2
- 3、《影子银行众生相之四: 城投债、基建信托、平台贷与地方债务腾挪》2013/2/19
- 4、《影子银行众生相之三: 银证合作, 创新与监管的博弈突围》2012/12/26
- 5、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 6、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 7、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7
- 8、《走向平凡: 从韩国货币政策轨迹看中国存准率走向》2012/10/09
- 9、《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
- 10、《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



## 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。

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, 对银行法规与业务理解深刻, 团队获得新财富银行业最佳分析师 2011 年度第七名, 2012 年度第六名。

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。

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  $\pm 5\%$  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。