

推荐 (维持)

非标如何走进后127号文的新时代?

2014年7月3日

影子银行众生相之八

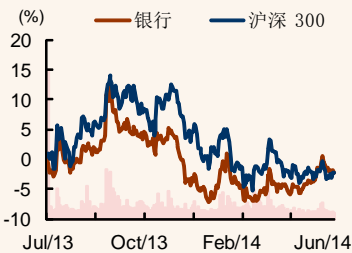
上证指数 2059

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	16	0.8
总市值 (亿元)	36028	16.4
流通市值 (亿元)	34136	18.2

行业指数

%	1m	6m	1m
绝对表现	2.0	1.0	2.0
相对表现	1.9	7.6	2.5



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《影子银行众生相之七: 从资产结构大挪移看同业新玩法》2014/4/15
- 2、《影子银行众生相之六: 从政策演变图谱看监管思路变化》2014/2/9
- 3、《影子银行众生相之五: 内保外贷, 套利活动的幌子》2013/5/28

肖立强

0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn
S1090512080001

邹添杰

0755-82953739
zoutj@cmschina.com.cn
S1090513080010

正如我们在《别太一厢情愿-点评 127 号文》中预判, 127 号文之后非标规模下降的幅度和速度将低于市场预期, 目前银行已经创造出可以绕过 127 号文监管规定的新业务。基于非标资产相较于标准资产在创造存款、维护客户关系、满足客户融资效率等方面的优势, 新业务或能够以较快的速度上量。

一、创新与监管的博弈: 从 127 号文的“漏洞”说起

127 号文中对同业业务监管影响最大的几个细则包括: 要求买入返售项下为高流动性金融资产、禁止三方或以上交易对手之间的买入返售、不得接受和提供第三方金融机构信用担保等。但在非标资金供需双方均有强烈意愿继续开展的驱动下, 通过细扣 127 号文寻找政策“漏洞”成为金融机构规避监管的重要手段。

结合目前金融机构开展非标业务的新做法和 127 号文的监管要求, 我们认为市场找到了两个重要的突破口:

1、突破口一: “买入返售 (卖出回购) 和同业投资业务, 不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保”

从政策要求来看, 只有同时满足“第三方”、“金融机构”、“信用”三个条件, 金融机构才不能接受和提供担保。因此, 只要担保不满足前述三个条件之一, 金融机构即可接受和提供担保。比如说, 第三方金融机构提供非信用担保 (如存单质押), 第三方非金融机构的任何形式担保 (如央企担保), 交易对双方的任何形式担保 (如资产管理计划发行人自身提供担保), 都是政策所未禁止的。因此, 虽然买入返售项下资产的流动性要求提高, 但有担保的非标资产进入同业投资项下仍然可以降低资本消耗, 从而驱动银行继续通过质押增信开展非标业务。

实际上, 在 127 号文出台之前的信用挂钩收益互换产品 (TRS)、定期存贷质押+额外直接授信等模式均为涉及“第三方金融机构信用担保”, 因此, 只要能够通过业务调整从买入返售类转移至同业投资类, 仍可继续开展。

2、突破口二: “三方或以上交易对手之间的类似交易不得纳入买入返售或卖出回购业务管理和核算”

虽然三方或以上交易对手之间的类似交易不得纳入买入返售或卖出回购管理和核算, 但政策并未禁止三方回购, 因此, 未来金融机构或可能通过适当的业务改良将三方回购转化为同业投资, 纳入投资类科目进行管理和核算。

由于 127 号文并未对同业投资的规模和期限进行限制, 因此, 我们认为银行仍有足够的动力和充足的空间开展非标业务, 只要能够解决两个问题: ①资本消耗; ②非标资产担保增信。

二、同业业务新模式：小创新实现大跨越

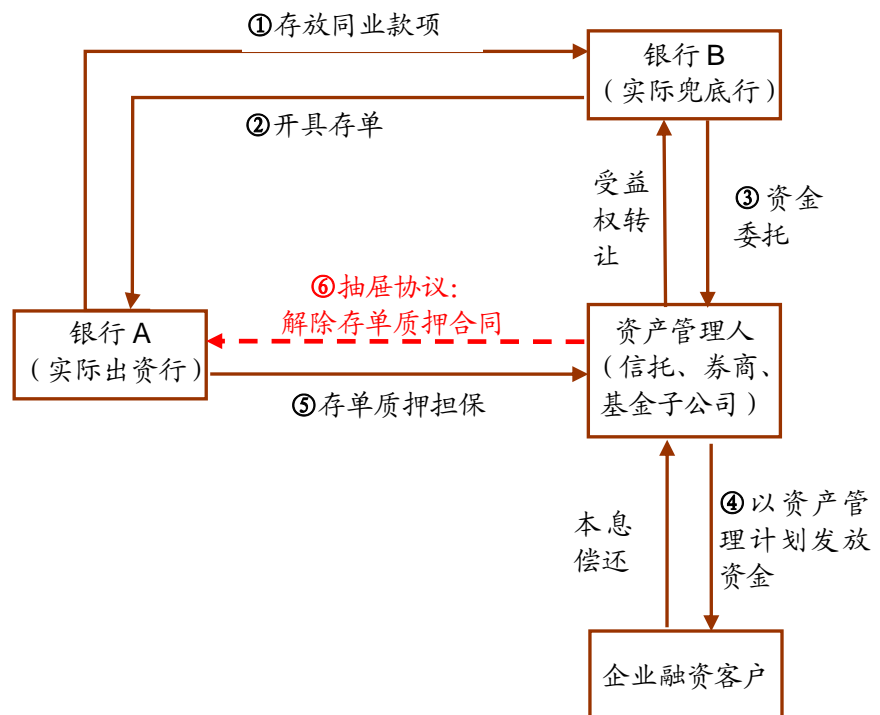
127号文从资本和拨备计提方面对银行开展非标业务形成一定制约，同时积极推进资产证券化和同业存单的表态说明从长远来看非标转标将是趋势，但短期非标规模下降的幅度和速度并不一定如市场预期那么悲观，特别是在资产证券化和同业存单仍在试点推进阶段的情况下，短期满足银企资金供需的出路只能是更加复杂的结构化产品出现，如近期银行创新的同业存单质押+抽屉协议解除质押、受益权 T+D 等。

1、同业存单质押+抽屉协议解除质押：绕开信用担保红线

“同业存单质押+抽屉协议解除质押”的运作模式：

- (1) 实际出资银行 A 在银行 B 存入一笔同业存款，同时银行 B 为银行 A 开具存单；
- (2) 银行 B 以这笔同业存款投资于资产管理人（信托、券商、基金子公司等）发行的资产管理计划的受益权，以资产管理人为通道实现向融资企业发放资金；
- (3) 在资产管理人向融资企业发放资金过程中，银行 A 以同业存单质押提供担保；
- (4) 资产管理人与银行 A 签订抽屉协议，解除存单质押。

图 1：同业存单质押+抽屉协议解除质押的运作模式



数据来源：招商证券

该模式如何绕开 127 号文并实现多方共赢？

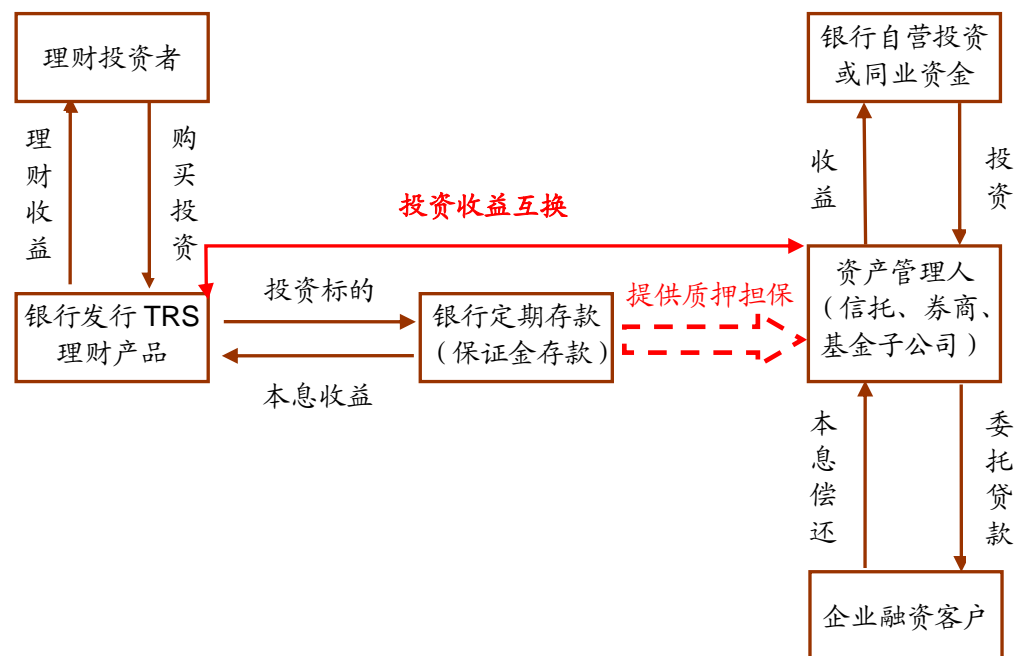
(1) **银行 A:** 一方面，银行 A 提供的是存单质押担保，并非信用担保，因此不在 127 号文禁止之列；另一方面，银行 A 利用存单质押担保属于表外业务，并且在质押当日即签订抽屉协议解除质押担保，实际上不需要承担信用风险，消耗资本的是银行 A 在银行 B 的同业存款，一般风险权重为 25%，其中三个月以内为 20%。在收益方面，银行 A

的同业存款可获得相当于受益权利率水平的收益。

(2) **银行 B:** 首先, 在抽屉协议公开之前, 银行 B 投资的受益权由于有银行 A 的存单足额质押担保, 因此信用风险为 0, 不消耗银行 B 的资本, 但实际上抽屉协议解除质押担保使得银行 B 成为真正的风险兜底银行; 其次, 融资企业支付的融资成本中, 扣除银行 A 的存单收益外, 其他的剩余收益归银行 B 所有。

同业存单质押+抽屉协议解除质押的模式以存单质押绕过“第三方金融机构信用担保”限制, 与之前的信用收益挂钩互换产品 (TRS) 模式十分相似, 都是为非标资产提供质押担保, 但是 TRS 中并未签订抽屉协议解除质押。另一方面, TRS 中理财产品发行银行和非标投资银行一般为同一家银行, 虽然理财产品为非保本浮动型产品, 但银行一般会兜底刚性兑付; 而同业存单质押+抽屉协议解除质押模式中, 银行 B 是真正的风险承担者。详见《影子银行众生相之七: 从资产结构大挪移看同业新玩法》。

图 2: 信用挂钩收益互换产品 (TRS) 的运作模式



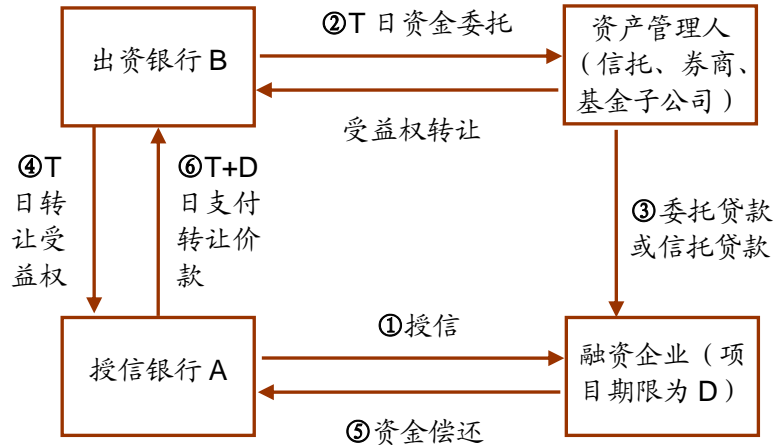
数据来源: 招商证券

2、受益权 T+D 模式: 风险卖断替代担保环节

“受益权 T+D 模式”的主要流程:

- (1) 授信银行 A 为持有项目的融资企业提供授信, 授信规模一般为企业所需融资规模;
- (2) 通过信托、证券公司、基金子公司等通道公司就企业融资项目成立资产管理计划, 然后找一家出资银行 B, 在 T 日购买该资产管理计划的受益权, 完成向融资企业发放资金的流程;
- (3) 同在 T 日, 出资银行 B 将受益权转让给授信银行 A, 并签订款项支付和收益分配协议, 约定转让价款在 T+D 日支付, 其中 D 一般为融资项目的期限;
- (4) 在 T+D 日, 企业兑付资管计划, 授信银行 A 将受益权转让款项支付给出资银行 B。

图 3: 受益权 T+D 融资模式



数据来源：招商证券

从受益权 T+D 模式来看，模式的关键在于出资银行 B 即期转让，授信银行 A 延期支付。因此，我们可以分别来看业务创新的各方好处：

(1) **出资银行 B**：由于出资银行 B 在购买受益权当日即将受益权转让给授信银行 A，并约定“授信银行 A 不可撤销的、无条件的保证，在到期日按照合同的约定将转让价款足额支付给出资银行 B”，因此出资银行 B 并不承担项目的信用风险，在会计上将此笔应收账款处理为同业“拆出资金”，一般适用 25% 的风险权重，其中期限三个月以内（含）的风险权重为 20%。出资银行 B 在业务中垫资的年化收益率为 7% 左右；

(2) **授信银行 A**：从“实质重于形式”来看，授信银行 A 承担了全部信用风险，此笔资产应计提相应的资本和拨备。但实际操作中，由于银行 A 在持有期间本身并未发生业务资金变动，因此大多选择不入表，使得其在未支付任何款项的情况下实现了客户关系维护以及获取利差等好处。其中银行 A 的业务收益率为资管计划收益率扣除 B 银行 7% 成本后的剩余收益。

(3) **融资企业**：在政策限制或信用缺陷的情况下获得了所需资金。

受益权 T+D 模式中通过受益权卖断实现风险和收益转移，业务中并未出现 127 号文所禁止的“任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保”。但从会计操作上仍是存在瑕疵，因此短期来看，同业业务风格较为激进的股份制银行和部分资本充足的大行可能会参与相关业务的开展。

三、顽强的“非标”：规模或难以下降

127 号文要求金融机构对开展同业业务进行统一授信，由总部自上而下实施授权管理，这不仅有利于金融机构的同业业务风险控制，同时也为同业业务正名，使得之前审慎对待同业业务的大型银行可以名正言顺地要求对手出具授权文件进行展业。因此，从金融机构之前展业担忧解除的角度来看，未来同业业务仍有较大的发展空间。

另一方面，从“非标”资产相对于标准债权来看，仍有几个明显的好处激励银行继续配置非标资产：

- 1、对于银行而言“非标”的综合收益高于部分债券，比如从存款、客户关系和收益率等角度看，许多银行仍会通过自营资金进行配置；
- 2、速度优势，依靠标准化债券发行筹集资金的时间要远长于“非标”；
- 3、广度优势，对于很多中小企业及部分过剩行业企业，债券业务还是相对“高大上”，能快速通过债券筹集资金的企业较少，并且债券对企业的资质和资金运用的监控非常严格，一些企业通过债券融资的成本不一定低于“非标”。

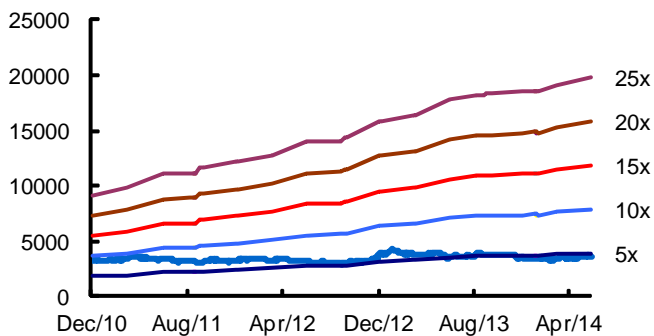
我们在《别太一厢情愿-关于同业监管问答》中判断“非标”资产下降的幅度和速度都将低于市场预期，并且监管和创新向来不断螺旋推进，金融机构将进一步通过创新绕过监管。从目前受益权 T+D、同业存单质押等模式来看，已经印证了我们的判断。未来随着非标创新业务上量，预计非标资产规模将难以下降，同时非标资金的供给将继续支持经济保持平稳增长。

表 1: 银行估值对比表

公司	价格 (元)	EPS			PE			PB			14 ROE	市值 (亿元)	评级
		13	14E	15E	13	14E	15E	13	14E	15E			
工商银行	3.41	0.75	0.81	0.89	4.6	4.2	3.8	0.9	0.8	0.7	19%	12450	强烈推荐-A
建设银行	4.13	0.86	0.94	1.03	4.8	4.4	4.0	1.0	0.8	0.7	19%	11094	强烈推荐-A
中国银行	2.58	0.56	0.61	0.67	4.6	4.2	3.9	0.7	0.7	0.6	16%	7396	审慎推荐-A
农业银行	2.52	0.51	0.57	0.62	4.9	4.5	4.1	1.0	0.8	0.7	19%	8263	强烈推荐-A
交通银行	3.90	0.84	0.90	0.98	4.6	4.3	4.0	0.7	0.6	0.6	14%	3061	审慎推荐-A
浦发银行	9.06	2.19	2.57	2.98	4.1	3.5	3.0	0.8	0.7	0.6	20%	1690	强烈推荐-A
中信银行	4.27	0.84	0.96	1.10	5.1	4.4	3.9	0.9	0.8	0.7	17%	1930	强烈推荐-A
民生银行	6.23	1.49	1.43	1.63	5.0	4.4	3.8	1.0	0.9	0.7	20%	1734	强烈推荐-A
兴业银行	10.06	2.16	2.49	2.81	4.7	4.0	3.6	1.0	0.8	0.7	20%	1917	强烈推荐-A
光大银行	2.54	0.66	0.63	0.69	3.8	4.0	3.7	0.8	0.7	0.6	17%	1206	审慎推荐-A
华夏银行	8.17	1.74	2.00	2.34	4.7	4.1	3.5	0.8	0.7	0.6	18%	728	强烈推荐-A
平安银行	9.89	1.86	1.71	2.15	6.4	5.8	4.6	1.0	0.9	0.8	15%	1130	强烈推荐-A
北京银行	8.10	1.53	1.43	1.63	5.3	4.7	4.1	0.9	0.8	0.7	17%	713	强烈推荐-A
南京银行	7.98	1.51	1.75	2.06	5.3	4.6	3.9	0.9	0.8	0.7	17%	237	审慎推荐-A
宁波银行	9.17	1.68	1.92	2.22	5.5	4.8	4.1	1.0	0.9	0.8	18%	264	强烈推荐-A
银行业					4.9	4.4	4.0	0.9	0.8	0.7	18%	56496	推荐

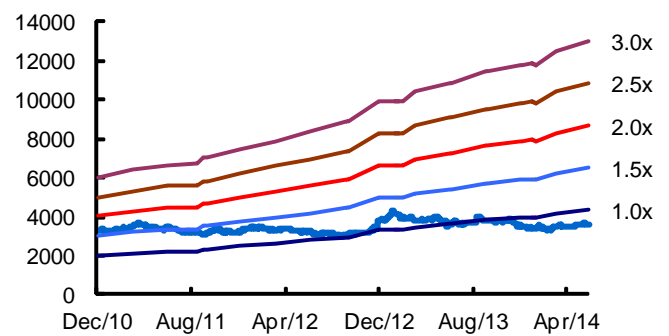
资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 银行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 5: 银行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《影子银行众生相之七: 从资产结构大挪移看同业新玩法》2014/4/15
- 2、《影子银行众生相之六: 从政策演变图谱看监管思路变化》2014/2/9
- 3、《影子银行众生相之五: 内保外贷, 套利活动的幌子》2013/5/28
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 7、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 8、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7

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 2013 年第四名，2012 年度第六名，2011 年度第七名。

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。