

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2018.06.20

王小军 金融行业分析师

执业编号: S1500512040003

联系电话: +86 10 83326865

邮箱: wangxiaojun@cindasc.com

关竹 金融行业分析师

执业编号: S1500517090001

联系电话: +86 10 83326871

邮箱: guanzhu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

大方向未变, 非标融资将改善——资管新规点评

银行业动态点评

2018年07月21日

- **事件:** 7月20日, 央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》(以下简称《通知》), 并针对《通知》进行相应说明。此前几个小时, 银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称《管理办法》), 面向社会征求意见。

点评:

- **大方向未变, 松动利好融资结构逐步改善。** 我们认为, 从《通知》内容来看, 业务重回资管本源的大方向未变, 只是在过渡期内的部分安排有所变动。《通知》较 4.27《指导意见》的变化来看, 明显的变动可概括为四个方面: 1、部分符合条件的公募产品可投资非标债权; 2、过渡期前部分老产品仍可投资符合监管要求的新资产; 3、半年以上定开产品及银行现金管理类理财产品改用摊余成本法计价; 4、多项举措助力银行消化非标回表。其中 2 和 3 是过渡期内的安排, 1 和 4 则不局限于过渡期, 我们认为《通知》是在《指导意见》的基础上根据当前市场情况, 做出的妥善安排, 有利于实体经济压力逐步释放, 过渡期内的风险得到有效化解。
- **非标投资来源纳入公募, 社融数据有望好转。** 《指导意见》规定, 公募资产管理产品主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票, 而《通知》则明确还可“适当投资非标准化债权类资产”。从近期社融数据来看, 资产回表进程并不令人满意。表内信贷难以承接表外融资的局面仍在继续, 大部分表外融资需求难以向表内转移, 是拖累社融的主因。我们认为, 此前市场对于资管新规落地的影响最大担心的就是非标到期后融资数据的断崖式下降将引发流动性风险。《通知》的出台有利于促进市场预期的好转, 在去杠杆背景下实现对实体经济融资结构的逐步改善, 防范引发系统性风险。
- **过渡期前老产品仍可投资新资产, 降低违约风险。** 《通知》明确, 过渡期内金融机构可以适当发行一部分老产品投资一些满足国家重点领域以及中小微企业融资需求的新资产, 同时强调, 老产品的整体规模必须控制在《指导意见》发布前存量产品的整体规模之内, 所投资新资产的到期日不得晚于 2020 年底。我们认为, 此项举措有利于在资管新规过渡期内减缓实体经济融资规模的快速压缩, 降低了现金流压力下的违约风险。
- **以摊余成本法计量的部分定开产品, 银行负债压力得到减缓。** 在 4.27 的《指导意见》中, 监管层要求金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理, 净值生成应当符合公允价值原则, 及时反映基础资产的收益和风险。《通知》则明确过渡期内将定期开放式资产管理产品(持有资产组合久期不长于封闭期的 1.5 倍)、银行现金管理类理财产品适用摊余成本计量。我们认为, 目前银行负债端结构中开放式产品占比相对较高, 净值化管理模式会加剧产品收益的波动, 采用摊余成本方式来估值有利于避免资金的集中赎回, 对于银行负债端压力有所减缓。

- **多项举措消化非标回表，银行考核灵活度加大。**《通知》提出对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。同时支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。**我们认为，以上几项措施加大了银行的考核中的灵活度，减轻了银行非标回表的压力，利好非标占比较高的中小银行。**
- **投资评级：**我们认为负面因素逐渐得到消化，积极因素正在酝酿累积，目前银行股 PE（TTM）为 6.4 倍，PB（LF）为 0.9 倍，动态地看，估值处于安全边际内，维持行业“看好”评级。
- **风险因素：**1、宏观经济增速不达预期；2、监管力度超预期。

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。